

Dezember 2008

**Kapitalmarktausblick 2009:  
Eine klassische Renaissance**

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale  
Volkswirtschaft/Research  
Redaktion Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin/Leitung Research  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/91 32-20 24, Telefax 0 69/91 32-22 44

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Editorial



**Dr. Gertrud R. Traud**

Chefvolkswirt / Leitung Research

### Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

historisch gesehen war die Renaissance die Übergangsphase vom Mittelalter zur Neuzeit. Im Zentrum stand der Mensch – er war das Maß aller Dinge. Leonardo da Vinci stellte dies im Jahr 1492 anhand des vitruvianischen Menschen dar. Er zeigte, dass natürliche Proportionen von entscheidender Bedeutung sind.

Vieles ist in den vergangenen Jahren aus den Fugen geraten, angemessene Dimensionen wurden nicht mehr eingehalten. Die Welt war geprägt von übermäßiger Liquidität. Investoren auf der Suche nach Rendite ließen sich auf immer waghalsigere Geschäfte ein. Jedoch wurde das damit verbundene Risiko nicht entsprechend gepreist. In der Folge waren nahezu alle Assetklassen von der Verzerrung der Risikoprämien betroffen.

Das Jahr 2008 stellt in vielerlei Hinsicht eine Zäsur dar: Die Liquidität versickert durch den Preisverfall am US-Immobilienmarkt. Der Finanzkrise auf den Kreditmärkten folgt über den Geldmarkt eine Bankenkrise mit anschließender Rezession. Die mehr als 150-jährige Ära der US-Investmentbanken war schlagartig beendet.

Im Laufe der anstehenden Konsolidierungsphase wird es zu einer Rückbesinnung auf das originäre Bankengeschäft kommen. Gleichzeitig wird das Interesse an komplizierten Anlageformen schwinden, was den klassischen Assetklassen zugute kommen wird.

Jedoch nicht nur klassische Anlageformen erleben eine Renaissance, sondern auch „klassische“ Theorien: Bereits in den 30er Jahren postulierte John M. Keynes die große Bedeutung der Erwartungen für die Märkte und Realwirtschaft. Er betonte, dass es im Wirtschaftsleben Situationen gäbe, die nicht zu erklären, geschweige denn zu prognostizieren seien. Bei völliger Ungewissheit und Unbestimmtheit versage nämlich auch die ökonomische Vernunft.

Seine Politikempfehlungen zielten insbesondere auf zwei Situationen ab, die von einer Rezession in eine tiefe Depression führen können: die Liquiditäts- und die Investitionsfalle. Im ersten Fall horten die Marktteilnehmer Liquidität und hemmen die wirtschaftliche Aktivität. Im zweiten Fall sind die Erwartungen der Unternehmen extrem pessimistisch, so dass sie trotz niedriger Zinsen nicht investieren. Hilfreich ist in diesen Extremsituationen eine expansive Fiskalpolitik, um der Wirtschaft wieder Schwung zu verleihen.

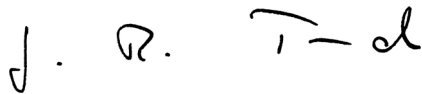
Derzeit ist der Vertrauensverlust im Finanzsektor so groß, dass die Banken Geld horten (müssen), anstatt es zu verleihen. Für Investitionszwecke steht kaum Liquidität zur Verfügung. Die derzeit in vielen Ländern eingeleiteten fiskalpolitischen Maßnahmen wirken sowohl einer Liquiditäts- als auch einer Investitionsfalle entgegen. Wir gehen in unserem Basisszenario davon aus, dass die Stabilisierung der Märkte und der Weltwirtschaft gelingen wird.

Allerdings muss beachtet werden, dass die notwendigen Maßnahmen auch Kosten mit sich bringen, beispielsweise in Form höherer Staatsausgaben. So lehrte bereits Keynes, dass diese in guten Zeiten wieder zurückgefahren werden müssen.

Aber auch bei der geldpolitischen Steuerung ist es empfehlenswert, nach einer erfolgreichen Anpassungsphase sich wieder einen anderen Klassiker ins Gedächtnis zu rufen, damit nicht die nächste Blase angelegt wird: Milton Friedman. Das fast vergessene Konzept der Geldmengensteuerung wird dann ebenfalls eine Renaissance erfahren. Am Ende des Prozesses sollte ein angemessener Liquiditätsrahmen dafür sorgen, dass wieder eine dem Risiko entsprechende Rendite am Kapitalmarkt zu erwirtschaften ist.

Ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2009 wünscht

Ihre

Handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. R. Traud'.

Dr. Gertrud R. Traud

## Inhalt

	Seite
<b>Editorial</b>	<b>3</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>7</b>
<b>1 Rückblick 2008 mit Kassensturz</b>	<b>8</b>
<b>2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen</b>	<b>9</b>
2.1    Hauptszenario: U-Rezession (Eintrittswahrscheinlichkeit 70 %)	10
2.1.1    Szenario und Prognosen	10
2.1.2    Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen	11
2.1.3    Asset Allocation	12
2.2    Alternativszenario: L-Depression (Eintrittswahrscheinlichkeit 15 %)	12
2.2.1    Szenario und Prognosen	12
2.2.2    Asset Allocation	13
2.3    Alternativszenario: V-Erholung (Eintrittswahrscheinlichkeit 15 %)	14
2.3.1    Szenario und Prognosen	14
2.3.2    Asset Allocation	15
<b>3 Länderanalysen</b>	<b>16</b>
3.1    USA: Wirtschaft im Formtief	16
3.2    Eurozone: Mittelmeeranrainer mit Strukturproblemen	17
3.3    Deutschland: Trotz Wettbewerbsstärke in Rezession	18
3.3.1    Hessen: Konjunkturmotoren Finanzplatz und Flughafen vor Veränderungen	19
3.3.2    Thüringen: Wachstum behauptet sich	20
3.4    Weitere europäische Länder	21
3.4.1    Großbritannien: Bank of England senkt auf historisches Niveau	21
3.4.2    Schweiz: Franken-Stärke läuft aus	22
3.4.3    Polen: Euro-Einführung 2012?	23
3.4.4    Ungarn: Finanzmarktkrise betont fundamentale Schwächen	24
3.4.5    Tschechien: Solide Eckdaten, innenpolitische Turbulenzen	25
3.4.6    Slowakei: Countdown zum Euro	26
3.4.7    Russland: Ölpreisrückgang belastet	27
3.4.8    Türkei: In Gesprächen mit dem IWF	28
3.5    Asien: Relativ stabil	29
3.5.1    Japan: Höhenflug des Yen neigt sich dem Ende zu	29
3.5.2    China: Globale Dimension	30
3.5.3    Indien: Begrenzter Spielraum der Wirtschaftspolitik	31
3.5.4    Südkorea: Auf dünnem Eis?	32
3.6    Brasilien: Von einer Krise noch deutlich entfernt	33

<b>4</b>	<b>Prognosen im Überblick</b>	<b>34</b>
4.1	Bruttoinlandsprodukt und Inflation	34
4.2	Leistungsbilanz- und Budgetsalden	35
4.3	USA	36
4.4	Europa	36
4.4.1	Deutschland	36
4.4.2	Großbritannien	37
4.4.3	Schweiz	37
4.4.4	Polen	38
4.4.5	Ungarn	38
4.4.6	Tschechien	39
4.4.7	Slowakei	39
4.4.8	Russland	40
4.4.9	Türkei	40
4.5	Asien	41
4.5.1	Japan	41
4.5.2	China	41
4.5.3	Indien	42
4.5.4	Südkorea	42
4.6	Brasilien	43

Redaktionsschluss: 27. November 2008

## Zusammenfassung

Autoren:

Dr. Gertrud R. Traud

Christian Apelt

Barbara Bahadori

Ulrike Bischoff

Marion Dezenter

Patrick Franke

Ulf Krauss

Dr. Stefan Mütze

Heinrich Peters

Ulrich Rathfelder

Markus Reinwand

Claudia Windt

Telefon: 0 69/91 32-20 24

research@helaba.de

Die **Weltwirtschaft** befindet sich bereits in einer **Rezession**, die bis weit ins Jahr 2009 reichen wird. Die Nachwirkungen der Banken- und Vertrauenskrise werden die entwickelten Industrienationen hart treffen; auch die Schwellenländer müssen erhebliche Wachstumseinbußen hinnehmen. Im Sog der Bankenkrise erfährt die keynesianische Konjunktursteuerung eine Renaissance: Weltweit stemmen sich die Regierungen mit einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik gegen die negativen Folgen der Finanzmarktkrise. Je schneller das Vertrauen an den Kapitalmärkten wiederhergestellt werden kann, umso schneller werden sich die Volkswirtschaften von diesem Schock erholen. Vertrauen lässt sich jedoch nicht auf Knopfdruck erzeugen, sondern braucht Zeit, um zu wachsen. Der angestoßene Prozess des **Deleveragings** bedingt, dass sich die wirtschaftliche Talsohle überdurchschnittlich lange hinzieht.

Die Inflationsraten gehen deutlich zurück. So entlasten die gesunkenen Rohstoff- und Energiepreise. Darüber hinaus führt das schwache Wachstum zu einer negativen Outputlücke, zumal die Krise im Finanzsektor wie ein deflationärer Schock wirkt. 2009 ist mit einer kräftigen Disinflation zu rechnen. In den USA werden die **Inflationsraten** temporär unter die Nulllinie fallen und damit das Risiko einer **Deflation** signalisieren. Im Jahresdurchschnitt 2009 ist mit einem Rückgang der Inflation auf 0,4 % nach 3,9 % zu rechnen. Im Euroraum hingegen wird der Anpassungsmechanismus träger verlaufen. Die Inflation der Eurozone wird von 3,3 % auf 1,5 % zurück gehen.

Die Eskalation der Bankenkrise hat dem **US-Dollar** Auftrieb gegeben. Da seitens der EZB weitere Zinssenkungen anstehen, wird sich die transatlantische Zinsdifferenz einengen, was den Euro weiter belastet. Allerdings hält sich das Aufwertungspotenzial für den Greenback in Grenzen, da der wirtschaftliche Ausblick für die USA verhalten bleibt. Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte sich bis Ende 2009 auf 1,20 zubewegen.

Die **Rentenmärkte** stehen 2009 im Spannungsfeld von rückläufigen Preisen und der Belastung, die sich aus dem hohen Finanzierungsbedarf der Staaten ergibt. In der ersten Jahreshälfte dürften die Rentenmärkte von drei Effekten profitieren: einer rezessiven Realwirtschaft, rückläufigen Inflationsraten bis hin zu deflationären Tendenzen und einer stark expansiven Geldpolitik. So ist mit kräftigen Zinssenkungen der EZB bis auf 1,5 % zu rechnen, während die Fed fast auf eine Nullzinspolitik zusteuert. Deshalb wird im ersten Halbjahr 2009 die Verzinsung 10-jähriger US-Treasuries und 10-jähriger Bunds um ihre historischen Tiefstände notieren (der letzten 60 Jahre). Bis Ende 2009 werden die 10-jährigen Bunds auf 3,7 % ansteigen.

**Aktienmärkte:** Dividentitel haben inzwischen eine massive Wachstumsschwäche vorweggenommen. Dafür sprechen das Ausmaß der Kurskorrektur sowie die ausgesprochen niedrigen Bewertungsniveaus. Aktien sind in vielen Wertpapierportfolios massiv unterrepräsentiert. Dies sollte das Risiko weiterer negativer Überraschungen durch schwache Konjunkturdaten begrenzen. Der DAX dürfte gegen Ende 2009 die 6.000-Punkte-Marke wieder ins Visier nehmen.

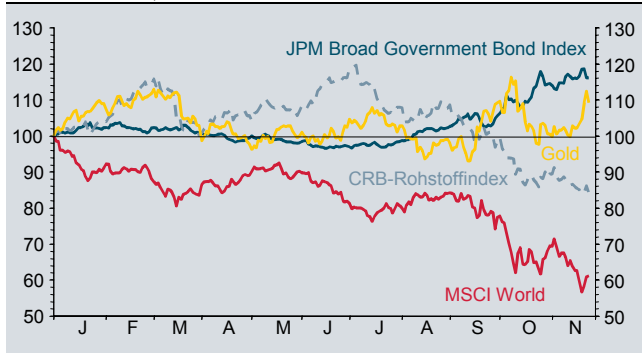
Szenario	Wahrscheinlichkeit	BIP	Preise	Euro	Rentenmarkt	Aktienmarkt
U-Rezession	70%	↘	↘	↘	↘	↗

## 1 Rückblick 2008 mit Kassensturz

Das Jahr 2008 wird Kapitalanlegern noch einige Zeit in Erinnerung bleiben. Alles begann recht harmlos: Die schon in 2007 spürbaren Verspannungen am Interbankenmarkt setzten sich fort, in der Realwirtschaft schien die Welt allerdings noch in bester Ordnung. Rohstoffe, vor allem das Öl, verzeichneten weitere Preisaufschläge und auch Gold war gefragt. Am Aktienmarkt kam es im Januar zu einer ersten Erschütterung. Bis zur Jahresmitte zeigte er sich aber vergleichsweise widerstandsfähig und die Rentenmärkte wurden durch steigende Inflationsraten belastet. Ab Mitte September 2008 geriet die Welt mit der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers jedoch aus den Fugen: Risikoaufschläge am Interbankenmarkt explodierten, und die Bankenbranche wurde in toto mit Misstrauen belegt. Zuvor quasi sichere Anlagen wie Pfandbriefe und auch Staatsanleihen von europäischen Mittelmeeranrainern wurden teilweise illiquide. Aktien verloren in hochvolatilen Märkten dramatisch; kurz: Anleger suchten einen sicheren Hafen und realisierten dafür auch hohe Verluste.

### Schwieriges Anlagejahr 2008

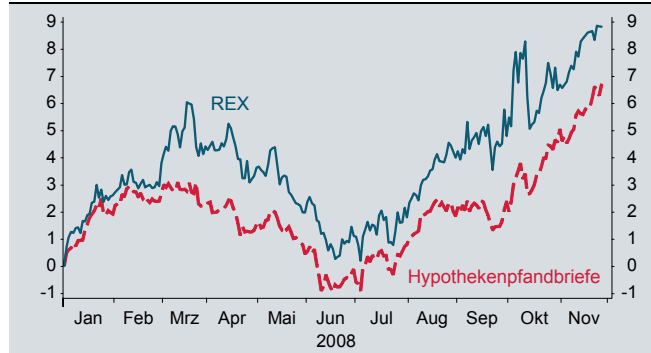
Index 2008 = 100; alle Werte in €



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Renten: Aufholjagd im zweiten Halbjahr

Performance in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Rentenmarkt mit großen Performanceunterschieden

Liquidität war Trumpf; die Prämie hierfür wurde höher und höher. Da auch Festgelder als nicht sicher betrachtet wurden – zumindest bis zur „Garantie“ der Kanzlerin – blieben nur Rentenpapiere von höchster Bonität. Vor allem deutsche Staatsanleihen profitierten hiervon, abzulesen an der Performance des REX (deutsche Staatsanleihen) von 8,8 % im Laufe des Jahres 2008; der europäische Vergleichsindex erreichte nur etwa 7 %. Bonitätsunterschiede waren auch bei Pfandbriefen mehr als spürbar. Der deutsche Pfandbriefindex PEX performte bislang mit 7,5 %, das europäische Pendant kommt kaum über 6 %. Beachtlich sind neben den ungewöhnlichen Performanceausprägungen auch die zeitlichen Verläufe: Deutsche Pfandbriefe zeigten zur Jahresmitte 2008 noch eine leicht negativer Performance. Innerhalb von nur fünf Monaten verbesserte sich dieses Segment um 8 %-Punkte. Eine negative Performance lieferten die klassischen Spread-Produkte bei den festverzinslichen Anlagen. Das Segment der Corporate Bonds mit Rating im Investment Grade performt bis dato leicht negativ; High-Yield-Anleihen müssen Verluste im zweistelligen Prozentbereich verkraften. Das Gesamtergebnis für festverzinsliche Anlagen ist somit stark von der gewählten Ratingklassen-Allokation abhängig: Nicht der Anteil der Rentenwerte war 2008 entscheidend, sondern die Mischung. Abschließend der Geldmarkt: Im Sommer lagen Geldmarktpapiere bei Zinsanlagen vorn, doch im Zuge der Deflationsdiskussion sind die Zinssätze seit Ende September rückläufig. Ein Geldmarktinvestor kann sich gleichwohl über eine Rendite von 3,6 % freuen, besonders im Vergleich zu Aktieninvestments.

#### Aktienmärkte brechen ein; nur Währungsentwicklung machte einen Unterschied

Eigentlich war es von untergeordneter Bedeutung, in welchen Aktienmärkten man investiert war. Weltweit brachen die Kurse ein, und gemessen am EuroStoxx50 ist ein Verlust von rund 45 % aufgelaufen. Einzelne Segmente, z.B. Small Caps oder Emerging Markets verloren noch etwas stärker, dagegen federten Währungsgewinne des Yen bzw. US-Dollar die Verluste ein wenig ab.



## 2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen

Vertrauen braucht Zeit

Die Weltwirtschaft befindet sich bereits in einer Rezession, die bis weit ins Jahr 2009 reichen wird. Die Nachwirkungen der Banken- und Vertrauenskrise werden die entwickelten Industrienationen hart treffen. Darüber hinaus müssen die Schwellenländer erhebliche Wachstumseinbußen in Kauf nehmen. Die Krise im Finanzsektor ist als Zäsur zu verstehen. Nach den Übertreibungen der letzten Jahre – nicht nur am Kapitalmarkt, sondern auch in der Realwirtschaft – steht die Weltwirtschaft am Beginn einer Phase der Rückbesinnung und Neuorientierung.

Im Sog der Bankenkrise erfährt die keynesianische Konjunktursteuerung eine Renaissance: Weltweit stemmen sich die Regierungen mit einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik gegen die negativen Folgen der Finanzmarktkrise. Je schneller das Vertrauen an den Kapitalmärkten wiederhergestellt werden kann, umso schneller werden sich die Volkswirtschaften von diesem Schock erholen. Die Gefahr einer „klassisch keynesianischen“ Liquiditäts- und Investitionsfalle kann nur mit vertrauensbildenden Maßnahmen von Politik und den wirtschaftlich Verantwortlichen gebannt werden. Vertrauen lässt sich jedoch nicht auf Knopfdruck wiederherstellen, es braucht Zeit, um wieder zu wachsen.

Hauptszenario

Unserem Hauptszenario „U-Rezession“ messen wir mit 70 % eine relativ hohe Eintrittswahrscheinlichkeit bei. Dabei erwarten wir, dass die wirtschaftspolitischen Maßnahmen greifen und das Vertrauen 2009 wieder an die Finanzmärkte zurückkehrt. Die begonnene Rezession lässt sich damit nicht aufhalten und verglichen mit vergangenen Schrumpfungsphasen wird sich das Durchschreiten der wirtschaftlichen Talsohle überdurchschnittlich lange hinziehen.

Alternativen

Dagegen wollen wir mit der Gewichtung von jeweils 15 % unserer Alternativszenarien „L-Depression“ und „V-Erholung“ hervorheben, dass wir sowohl die Wahrscheinlichkeit eines positiveren als auch negativeren realwirtschaftlichen Ausgangs der Bankenkrise gleich gewichten. Schließlich ist der psychologische Prozess der gesamtwirtschaftlichen Vertrauensbildung komplex und empirisch nicht hinreichend untersucht.

### Investmentszenarien 2009

Szenario	Wahrscheinlichkeit	BIP	Inflation	Euro	Renten	Aktien
U-Rezession	70%	↘	↘	↘	↘	↗
L-Deflation	15%	↓	↓	↓	↑	↓
V-Erholung	15%	→	↗	↑	↓	↑

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2.1 Hauptszenario: U-Rezession (Eintrittswahrscheinlichkeit 70 %)

### 2.1.1 Szenario und Prognosen

In dem Basisszenario „U-Rezession“ wird unterstellt, dass die wirtschaftspolitischen Maßnahmen greifen und das Vertrauen im Laufe des Jahres 2009 an die Finanzmärkte zurückkehrt. Die Risikoaufschläge am Interbankenmarkt sollten in diesem Prozess sukzessive abgebaut werden, und eine Halbierung der aktuellen Rekordsreads könnte erreicht werden. In der Folge erhalten Haushalte und Unternehmen ihrer Bonität entsprechend Kredite und horten ihrerseits nicht die zur Verfügung stehende Liquidität. Die Liquiditäts- und die Investitionsfalle schnappen nicht zu. Da die Übertreibungen der letzten Jahre insbesondere im Bankensektor abgebaut werden müssen, bleibt das mögliche Erholungspotenzial begrenzt. Vielmehr muss mit einer langen Nachfrageschwäche in den USA und im Euroraum gerechnet werden.

- **BIP:** Eine Rezession als Folge der Bankenkrise ist für die meisten Industrieländer nicht zu vermeiden. Sie müssen sich 2009 auf ein Schrumpfen der Wirtschaftsaktivität zwischen  $-0,9\%$  (USA) und  $-0,5\%$  (Euroraum und Deutschland) einstellen. Der mit der Finanzmarktkrise angestoßene Prozess des Verschuldungsabbaus (Deleveraging) wird sich vermutlich über mehrere Jahre hinziehen. Für die USA ebenso wie für einige Länder im Euroraum zeichnet sich ein unterdurchschnittlicher Konsum sowie eine höhere Sparneigung ab. Deutschland ist von diesem Prozess weniger betroffen. Für Schwellenländer mit einer hohen Außenverschuldung wird es schwieriger werden, an Risikokapital zu kommen.

Die Notenbanken stützen die Realwirtschaft mit Zinssenkungen. Auch die Fiskalpolitik wird sehr expansiv ausgelegt sein. Aufgrund der geld- und fiskalpolitischen Hilfestellungen werden sich die konjunkturellen Perspektiven nach einer für Rezessionen überdurchschnittlich langen Talsohle (U-Verlauf) in der zweiten Jahreshälfte 2009 wieder aufhellen. Das Potenzialwachstum wird 2009 und 2010 weder in den USA, noch im Euroraum erreicht.

- **Inflation:** Bei der Preisentwicklung zeichnet sich eine spürbare Entspannung ab. Einerseits entlasten die kräftig gesunkenen Rohstoff- und Energiepreise. Andererseits führt das schwache Wachstum zu einer negativen Outputlücke, zumal die Krise im Finanzsektor deflationär wirkt. Das Geldmengenwachstum in den USA und im Euroraum ist aus diesem Grunde seit geraumer Zeit rückläufig. Insgesamt ist 2009 mit einer kräftigen Disinflation zu rechnen. In den USA werden die Inflationsraten temporär sogar unter die Nulllinie fallen und damit das Risiko einer Deflation unterstreichen. Im Jahresdurchschnitt 2009 ist mit einem Rückgang der Inflation auf  $0,4\%$  nach  $3,9\%$  zu rechnen. Im Euroraum hingegen dürfte der Anpassungsmechanismus etwas träger verlaufen, doch erreicht die EZB ihr Inflationsziel von „nahe  $2\%$ “: Die Inflation verlangsamt sich von  $3,3\%$  2008 auf  $1,5\%$  im kommenden Jahr. Deutschland wird einen Rückgang auf  $1,4\%$  von zuvor  $2,7\%$  verzeichnen.
- **Euro:** Die Eskalation der Bankenkrise hat dem US-Dollar Auftrieb gegeben: Repatriierungen sowie eine generelle Risikoscheu sind die entscheidenden Faktoren hinter der Dollaraufwertung. Da seitens der EZB weitere Zinssenkungen anstehen, wird sich die transatlantische Zinsdifferenz einengen, was den Euro tendenziell weiter belastet. Allerdings hält sich das Aufwertungspotenzial für den Greenback in Grenzen, da der wirtschaftliche Ausblick für die USA verhalten bleibt. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte sich 2009 zwischen 1,35 und 1,20 bewegen.

- **Rentenmärkte:** Die Anleihen stehen 2009 im Spannungsfeld von rückläufigen Preisen und der Belastung, die sich aus dem hohen Finanzierungsbedarf der Staaten ergibt. In der ersten Jahreshälfte dürften die Rentenmärkte von drei Effekten profitieren: einer rezessiven Realwirtschaft, rückläufigen Inflationsraten bis hin zu deflationären Tendenzen und einer stark expansiven Geldpolitik. So ist mit kräftigen Zinssenkungen der EZB bis auf 1,5 % zu rechnen, während die Fed quasi auf eine Nullzinspolitik zusteuert. Deshalb werden im ersten Halbjahr 2009 die 10-jährigen US-Treasuries und Bundesanleihen ihre historischen Tiefstände (der vergangenen 60 Jahre) in Höhe von 3,1 % bzw. 3,0 % testen und um diese schwanken.

Wenn sich die Gesamtwirtschaft allmählich stabilisiert, rücken die Belastungen für Rententitel aufgrund der zunehmenden Staatsverschuldung in den Vordergrund. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen in den USA und im Euroraum bewegt sich bis Ende 2009 auf 3,9 % bzw. 3,7 % zu.

- **Aktienmärkte:** Dividententitel haben inzwischen eine massive Wachstumsschwäche vorweggenommen. Dafür sprechen das Ausmaß der Kurskorrektur sowie die ausgesprochen niedrigen Bewertungsniveaus. So ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis bereits berichteter Ergebnisse insbesondere bei europäischen Titeln derzeit deutlich niedriger als während der letzten beiden Rezessionen 2001 und 1991. Inzwischen sind sogar die Niveaus der tiefen Rezessionen Mitte der 70er und Anfang der 80er Jahre erreicht. Gleichzeitig ist die Risikoaversion unter den Anlegern extrem ausgeprägt. Aktien sind in vielen Wertpapierportfolios massiv unterrepräsentiert. Dies sollte das Risiko weiterer negativer Überraschungen durch schwache Konjunkturdaten begrenzen. Aktien, die realwirtschaftliche Entwicklungen rund sechs Monate vorwegnehmen, sollten vielmehr von einer zu erwartenden Aufhellung der Konjunkturperspektiven in der zweiten Jahreshälfte profitieren. Der DAX dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2009 die 6.000-Punkte-Marke wieder ins Visier nehmen.

### 2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

	aktueller Stand*	Q1/2009	Q2/2009	Q3/2009	Q4/2009
<b>Zinsen USA</b>					
Federal Funds Rate	1,00%	0,25%	0,25%	0,25%	0,50%
3-Monats-US-Libor	2,18%	1,70%	1,50%	1,20%	1,30%
10-jähr. Treasuries	2,98%	2,70%	3,00%	3,40%	3,90%
<b>Zinsen Eurozone</b>					
EZB Mindestbietungssatz	3,25%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
3-Monats-Euribor	3,88%	2,80%	2,70%	2,50%	2,30%
10-jähr. Bundesanleihen	3,30%	3,00%	3,20%	3,40%	3,70%
10-jähr. Swapsätze	3,91%	3,60%	3,80%	3,90%	4,10%
<b>Währungen</b>					
US-Dollar je Euro	1,29	1,35	1,30	1,25	1,20
<b>Aktien</b>					
DAX	4657	5400	5700	6000	6200

\* 27.11.2008

Chancen nicht  
übersehen

### 2.1.3 Asset Allocation

Umbruchphasen bieten immer auch besondere Chancen an den Finanzmärkten. Die Verteilung der potenziellen Erträge liegt in solchen Zeiten in hohem Maße jenseits der Konsensvorstellungen. So verursacht wahrscheinlich auch gegenwärtig der Angstfaktor eine markante Divergenz zwischen den allgemeinen Erwartungen und den tatsächlichen Ergebnissen. Schließt man die in allen ernstesten Krisen der modernen Marktwirtschaft beschworene Wiederholung der ‚großen Depression‘ aus und glaubt an langfristig funktionierende Kapitalmärkte, dann sollte man als Anleger bereits im kommenden Jahr Alternativen jenseits der reinen Geldhaltung und kurzlaufender Staatsanleihen höchster Bonität stärker ins Kalkül ziehen. Wir empfehlen als erste Konsequenz daraus, Liquidität nur in normalem Umfang mit rund 5 % zu dotieren.

#### Portfolioempfehlungen nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
<b>Renten</b>	1-3j.	20,5	14,0	-6,5	16,4	10,5	-5,9	12,3	7,0	-5,3
	3-5j.	14,4	19,7	5,3	11,5	14,8	3,3	8,6	10,0	1,4
	5-7j.	12,0	15,5	3,5	9,6	11,7	2,1	7,2	7,8	0,6
	7-10j.	14,9	12,6	-2,3	11,9	9,5	-2,4	9,0	6,3	-2,7
	> 10j.	13,2	8,4	-4,8	10,6	6,3	-4,3	7,9	4,2	-3,7
<b>Aktien</b>	Euro Stoxx 50	20,0	24,8	4,8	17,5	20,7	3,2	25,0	29,2	4,2
	S&P 500	-	-	-	7,0	8,6	1,6	10,0	12,2	2,2
	Nikkei 225	-	-	-	3,5	5,3	1,8	5,0	7,5	2,5
	FTSE 100	-	-	-	3,5	3,8	0,3	5,0	5,3	0,3
	SMI	-	-	-	3,5	3,8	0,3	5,0	5,3	0,3
<b>Liquidität</b>	3M EUR	5,0	5,0	0,0	5,0	5,0	0,0	5,0	5,0	0,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zwar ist der genaue Zeitpunkt von Trendwenden an den Finanzmärkten kaum auszumachen, der Eintritt von Wendepunkten durchaus aber mit Wahrscheinlichkeiten zu belegen. Erfahrungen aus früheren Zyklen, insbesondere aus den Jahren 1974/75 zeigen, dass es nach Jahren mit massiven Verschiebungen in der relativen Performance und Bewertung zu deutlichen Gegenbewegungen kommt. Enttäuschungen mögen bei Risikopapieren zunächst zwar noch nachwirken, renditeträchtigere Anlagemöglichkeiten werden 2009 aber allmählich wieder an Bedeutung gewinnen. Es erscheint aufgrund der Ertragschancen im Basisszenario ratsam, bei Aktien nicht nur den Fuß in der Tür zu haben, sondern mit einer gewissen Übergewichtung zu Lasten von Renten durchaus eine begrenzte Wette einzugehen.

## 2.2 Alternativszenario: L-Depression (Eintrittswahrscheinlichkeit 15 %)

### 2.2.1 Szenario und Prognosen

Anhaltende  
Vertrauenskrise

Das Alternativszenario „L-Depression“ beschreibt die Auswirkungen einer anhaltenden Vertrauenskrise auf die Realwirtschaft: Die Situation an den Finanzmärkten entspannt sich nicht, sondern verschärft sich sogar. Das Vertrauen im privaten Sektor erodiert, weil es Notenbanken und Fiskalpolitik durch zögerliches Handeln nicht schaffen, die Verspannungen am Interbankenmarkt zu lösen. Die Unternehmen als auch die privaten Haushalte reagieren mit einer extremen Zurückhaltung; sie verschieben Kauf- und Investitionsentscheidungen in die Zukunft. Die Volkswirtschaften schlittern in eine Investitionsfalle (L-Verlauf). Infolgedessen gelingt es nicht, die Wachstumsraten im Jahr 2009 zu stabilisieren und auch in den Folgejahren bleibt das Wachstum anämisch: So ist

zwar mit zyklischen Erholungsphasen zu rechnen, die dann aber nur das temporär begrenzte Ergebnis einer expansiven Fiskalpolitik oder Lagerzyklen sind. Darüber hinaus dürften viele Schwellenländer in Zahlungsschwierigkeiten geraten, was deren Wachstumsperspektiven mittelfristig erheblich eintrübt.

- **BIP:** Die Nachfrage sowohl in den USA als auch in der Eurozone bricht weg und für das Gesamtjahr 2009 zeichnet sich ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität um etwa 2 % in beiden Wirtschaftsräumen ab. Die sozialen Auffangnetze und eine weiter expansive Fiskalpolitik stabilisieren zwar, jedoch fehlt es an Auftriebskräften aufgrund einer schwachen Weltwirtschaft und der anhaltenden Unsicherheit auf Seiten der Konsumenten und Produzenten. Erschwerend kommt hinzu, dass der Abbau der Verschuldung aufgrund des fragilen gesamtwirtschaftlichen Umfelds verschleppt wird. Die USA schlittern in „japanische Verhältnisse“, gefolgt vom Euroraum.
- **Inflation:** Aufgrund der weltweit geringen Kapazitätsauslastung sowie der anhaltend schwachen Binnennachfrage sinken die Preise auf breiter Front. Die Industrieländer geraten in eine Deflation. Die Preisentwicklung dürfte für einen sehr langen Zeitraum um die Nulllinie schwanken. Den Notenbanken gelingt es nicht, die Volkswirtschaften aus der Deflationsfalle zu befreien.
- **Euro:** Der US-Dollar profitiert weiter von seinem Status als Safe Haven. Die anhaltende Risikoaversion führt zu Liquidationen von Investitionen in Schwellenländer etc. und damit zu Rückflüssen in den Dollar. Aufgrund der schwachen US-Binnennachfrage sinkt das Leistungsbilanzdefizit spürbar, der Kapitalbedarf der USA verringert sich. Außerdem könnten angesichts der schwierigen Wirtschaftslage in Europa die Zweifel an der Währungsunion wachsen. Dann wird die Währung wieder die Parität ansteuern.
- **Rentenmärkte:** Die Notenbanken verlieren den Kampf gegen die Deflation, Fed und EZB antworten mit einer anhaltenden Nullzinspolitik. In dieser Situation profitieren die Rentenmärkte: Bunds und Treasuries werden als Safe Haven gesucht, so dass die historischen Zinstiefs deutlich unterschritten werden. Die Verzinsung 10-jähriger Bunds dürfte um einen Gravitationswert von 2 % schwanken.
- **Aktienmärkte:** Anhaltender Margendruck und fehlende Wachstumsperspektiven führen zu weiteren deutlichen Abschlägen bei den Gewinnerwartungen über das Jahr 2009 hinaus. Die Risikoaversion verharrt auf hohem Niveau. Der DAX steuert die 3.000-Punkte-Marke an, sogar ein Test der Tiefstände von 2003 ist möglich.

### 2.2.2 Asset Allocation

Schwere Vertrauensverluste und die ausgeprägte Abwärtsdynamik der Wachstums- und Preiserwartungen lassen die meisten Vermögensarten in der Gunst der Anleger deutlich fallen. Risikoprämien erreichen überall Extremwerte.

Die Möglichkeiten der Fremdfinanzierung sind erheblich eingeschränkt. Aktienengagements erscheinen aufgrund anhaltender Kompression der Bewertungsrelationen und der Erosion der Unternehmensgewinne wenig erfolgversprechend. Trotz gegen Null tendierender Nominalrenditen untermauern positive Realzinsen gleichzeitig die Attraktivität qualitativ hochwertiger Staatsanleihen. Festverzinsliche höchster Bonität bilden in diesem Szenario eindeutig den Anlageschwerpunkt. In allen Mischportfolios wird die bei Aktien maximale Untergewichtung ausgeschöpft.

## Portfolioempfehlungen nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
<b>Renten</b>	1-3j.	20,5	0,0	-20,5	16,4	0,0	-16,4	12,3	0,0	-12,3
	3-5j.	14,4	0,0	-14,4	11,5	0,0	-11,5	8,6	0,0	-8,6
	5-7j.	12,0	18,0	6,0	9,6	16,5	6,9	7,2	15,0	7,8
	7-10j.	14,9	31,5	16,6	11,9	28,8	16,9	9,0	26,3	17,3
	> 10j.	13,2	40,5	27,3	10,6	37,1	26,5	7,9	33,7	25,8
<b>Aktien</b>	Euro Stoxx 50	20,0	10,0	-10,0	17,5	8,8	-8,7	25,0	12,5	-12,5
	S&P 500	-	-	-	7,0	3,5	-3,5	10,0	5,0	-5,0
	Nikkei 225	-	-	-	3,5	1,8	-1,8	5,0	2,5	-2,5
	FTSE 100	-	-	-	3,5	1,8	-1,8	5,0	2,5	-2,5
	SMI	-	-	-	3,5	1,8	-1,8	5,0	2,5	-2,5
<b>Liquidität</b>	3M EUR	5,0	0,0	-5,0	5,0	0,0	-5,0	5,0	0,0	-5,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mit dem Übergang zur Deflation sind in der Regel nicht nur außerordentliche Ertragschancen für festverzinsliche Anlagen höchster Bonität verbunden. Vielmehr tritt bei Staatsanleihen auch eine massive Abflachung der Zinsstruktur ein. Die Spreizung der Erträge über die diversen Laufzeiten ist wirklich sehr beachtlich. Der Zinshebel am langen Ende ist enorm. Die Kursgewinne bei Lang- und erst recht bei Ultralangläufern sind ein Vielfaches dessen, was mit Geldmarktanlagen und kurzen bis mittleren Laufzeiten zu erzielen ist. Empfehlenswert ist daher, nahezu die gesamten für die Rentenanlage zur Verfügung stehenden Mittel in langlaufenden Staatsanleihen höchster Qualität zu halten.

## 2.3 Alternativszenario: V-Erholung (Eintrittswahrscheinlichkeit 15 %)

### 2.3.1 Szenario und Prognosen

Der Fiskalpolitik gelingt es, dass Vertrauen der Marktteilnehmer rasch wieder herzustellen. Die Banken werden von ihren faulen Krediten befreit. Infolgedessen bauen sich die Verspannungen am Interbankenmarkt bereits zum Frühjahr deutlich ab. Die Unsicherheiten, die Unternehmen und private Haushalte zuvor noch lähmten, schwinden. Eine konjunkturelle Belebung der Industrieländer erfolgt bereits im zweiten Quartal, nach einem kurzen aber heftigem Einbruch zum Jahreswechsel (V-Verlauf). Auch wird die nachhaltige Potenzialschwelle wieder rasch erreicht. Eine Entschuldung und Anpassung der Realwirtschaft an die Finanzmarktkrise erfolgen nur graduell. Dies gilt auch für die Schwellenländer.

- **BIP:** Mit dem zügigen Abbau der Unsicherheiten kann ein Sinken des BIP-Wachstums 2009 im Durchschnitt vermieden werden. Die Nachfragekräfte erholen sich auch dank der expansiven Fiskalpolitik. Die USA und die Eurozone weisen ein kleines Plus auf.
- **Inflation:** Aufgrund von Basiseffekten kommt es 2009 im Durchschnitt zu einer geringeren Inflationsrate. Jedoch baut sich der Preisdruck im Jahresverlauf wieder rasch auf, zumal auch auf Seiten der Rohstoff- und Energiepreise mit einem Wiedererstarken zu rechnen ist. Die Notenbanken werden gegen zunehmende Inflationsrisiken vorgehen.
- **Euro:** Wegen der zügigen konjunkturellen Erholung halten die Ungleichgewichte in den USA an, das Leistungsbilanzdefizit verringert sich kaum. Eine wachsende Risikoneigung unter Investoren belastet den US-Dollar. Wegen der relativ niedrigen Zinsen wird der

Schnelle Rückkehr  
des Vertrauens

Greenback zunehmend als Verschuldungswährung genutzt, es kommt zu Abflüssen aus der US-Währung. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte wieder in Richtung 1,50 und darüber ansteigen.

- **Rentenmärkte:** Die Notenbanken werden bereits im Laufe des Jahres 2009 versuchen, einen Teil der überschüssigen Liquidität wieder einzusammeln. Die Fed dürfte ihren Leitzins auf wenigstens 1 % anheben, die EZB wird ihren Zinssenkungskurs bei 2 % beenden. Wachsende Inflationsrisiken belasten den Rentenmarkt, die 10-jährigen Bunds dürften dabei zwischen 4 % und 4 ¾ % schwanken.
- **Aktienmärkte:** Die in den Kursen eskomptierten deutlichen Gewinneinbrüche der Unternehmen erweisen sich als übertrieben pessimistisch. Mit Aufhellung der mittelfristigen Ertragsperspektiven nimmt der Risikoappetit der Anleger wieder zu. Der DAX nimmt die 7.000-Punkte-Marke in Angriff.

### 2.3.2 Asset Allocation

Die Performance-Erwartungen und die Risikoneigung passen sich aufgrund der schneller als gedachten Überwindung der Krise relativ zügig nach oben an. Wie schon während der Mitte des laufenden Jahrzehnts verflüchtigt sich die Deflation als Anlagethema überraschend schnell, Wachstums- und Inflationserwartungen normalisieren sich an den Finanzmärkten wieder. Die Risikoprämien bilden sich deutlich zurück. Gleichzeitig wachsen die Ertragsfantasien jenseits der sicheren Anlage. In diesem Szenario gilt es, die großen Anfangsgewinne eines schnellen Umschwungs bei Risikopapieren zu sichern. Entsprechend werden Aktien in Mischportfolios generell in dem maximal möglichen Umfang dotiert. Der Anteil der festverzinslichen Anlagen wird möglichst gering gehalten. Dabei werden Renten jenseits der Geldmarktanlage und kurzen Laufzeiten aufgrund der abzusehenden Verluste gemieden.

#### Portfolioempfehlungen nach Risikoneigung

Portfoliostrukturen in %

		Konservativ			Risikobewusst			Spekulativ		
		BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM	BM	PF	Δ BM
<b>Renten</b>	1-3j.	20,5	60,0	39,5	16,4	40,4	24,0	12,3	20,5	8,2
	3-5j.	14,4	0,0	-14,4	11,5	0,0	-11,5	8,6	0,0	-8,6
	5-7j.	12,0	0,0	-12,0	9,6	0,0	-9,6	7,2	0,0	-7,2
	7-10j.	14,9	0,0	-14,9	11,9	0,0	-11,9	9,0	0,0	-9,0
	> 10j.	13,2	0,0	-13,2	10,6	0,0	-10,6	7,9	0,0	-7,9
<b>Aktien</b>	Euro Stoxx 50	20,0	30,0	10,0	17,5	27,4	9,9	25,0	37,5	12,5
	S&P 500	-	-	-	7,0	10,0	3,0	10,0	14,5	4,5
	Nikkei 225	-	-	-	3,5	4,3	0,8	5,0	6,2	1,2
	FTSE 100	-	-	-	3,5	4,1	0,6	5,0	5,8	0,8
	SMI	-	-	-	3,5	3,9	0,4	5,0	5,5	0,5
<b>Liquidität</b>	3M EUR	5,0	10,0	5,0	5,0	10,0	5,0	5,0	10,0	5,0

BM=Benchmark, PF=Portfolio, ΔBM=Abweichung von der Benchmark

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3 Länderanalysen

#### 3.1 USA: Wirtschaft im Formtief

Schwere Rezession  
in den USA

Im Frühsommer sah es so aus, als könnte die US-Wirtschaft noch einmal knapp an einer Rezession vorbeischnappen. Doch spätestens der Herbst hat klar gemacht, dass die im Jahr 2001 begonnene Expansion in den USA 2008 zu Ende gegangen ist. Im Rückblick hat die Rezession möglicherweise sogar schon zur Jahreswende 2007/2008 eingesetzt. Damit sind die USA Anfang 2009 im Abwärtszyklus bereits etwas weiter fortgeschritten als der Rest der Weltwirtschaft. Wird der Aufschwung deshalb auch schneller einsetzen?

Die Wirtschaftspolitik feuert derzeit aus allen Rohren, um die Konjunktur zu stabilisieren. Die Notenbank hat den Leitzins wieder auf das Rekordtief von 1% gesenkt und flutet den Markt mit Liquidität. Der Kongress hat nicht nur ein riesiges Finanzmarktpaket geschnürt, sondern bereitet weitere massive Konjunkturprogramme vor. Der Einbruch im Wohnungsbau sollte 2009 auslaufen. Dadurch entfällt eine wichtige konjunkturelle Belastung. Schließlich ist der Unternehmenssektor insgesamt – trotz der vielen negativen Meldungen – heute deutlich besser aufgestellt als in vergangenen Zyklen. Der Verschuldungsgrad ist relativ niedrig und im Aufschwung blieben Einstellungen und Investitionen eher verhalten. Deshalb dürften die Unternehmen in der Summe ihre Rolle als wichtiger „Rezessionsbeschleuniger“ diesmal nur unterdurchschnittlich erfüllen.

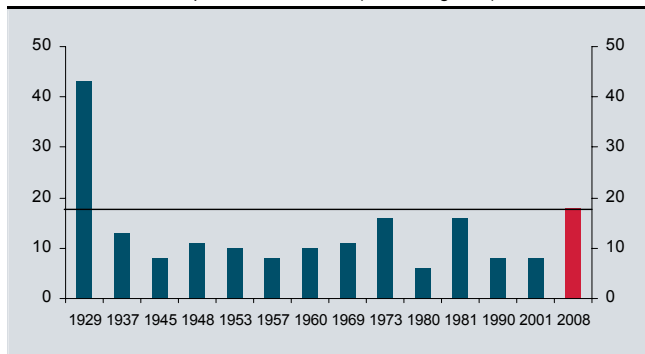
Mit einer schnellen konjunkturellen Wende ist allerdings nicht zu rechnen. Selbst unter der Annahme, dass die Vertrauenskrise an den Finanzmärkten im Laufe des Jahres 2009 endet, wird sich – gemessen an den Erfahrungen aus vergangenen Krisen – vor allem das angeschlagene Finanzsystem als Hindernis für den Aufschwung erweisen. Anpassungsprozesse bei den privaten Haushalten dürften über einen längeren Zeitraum hinweg das Wachstum drücken. In einem Umfeld globaler Konjunkturschwäche werden die Exporte die Nachfrage nicht mehr wie 2008 stabilisieren können. Im gewerblichen Bau ist eine spürbare Korrektur zu erwarten.

...aber keine japanischen Verhältnisse

Per Saldo sollte das Jahr 2009 in den USA im historischen Vergleich eine lange konjunkturelle Schwächephase bringen, aber keine Depression. Ein „verlorenes Jahrzehnt“ wie in Japan in den neunziger Jahren bleibt unwahrscheinlich. Der Bereinigungsprozess im amerikanischen Bankensystem läuft viel schneller ab als damals in Japan. Endet die Rezession zur Jahresmitte 2009, wie von uns erwartet, wäre sie schon die längste Schrumpfungsphase seit Anfang der dreißiger Jahre. Für das Jahr 2009 erwarten wir einen Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes von knapp 1%. Dies wäre das dritte Jahr in Folge, in dem die USA unter ihrem Wachstumspotenzial bleiben. Aus diesem Formtief wird die US-Wirtschaft trotz aller Bemühungen nachhaltig wohl erst im Jahr 2010 herauskommen.

#### Längste Rezession seit 1929?

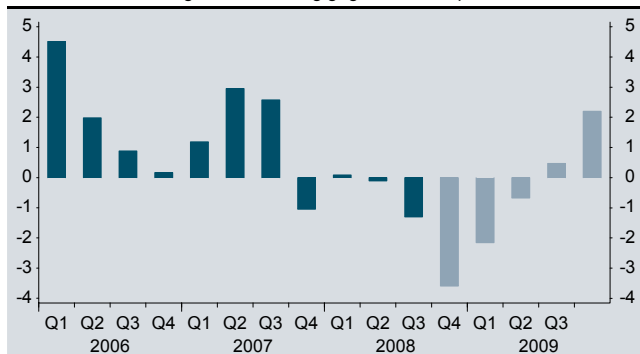
Dauer der Rezessionsphasen in Monaten (2008 Prognose)



Quellen: NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Binnennachfrage schrumpft fast zwei Jahre lang

Reale Binnennachfrage, Veränderung gegenüber Vorquartal in %, Jahresrate



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.2 Eurozone: Mittelmeeranrainer mit Strukturproblemen

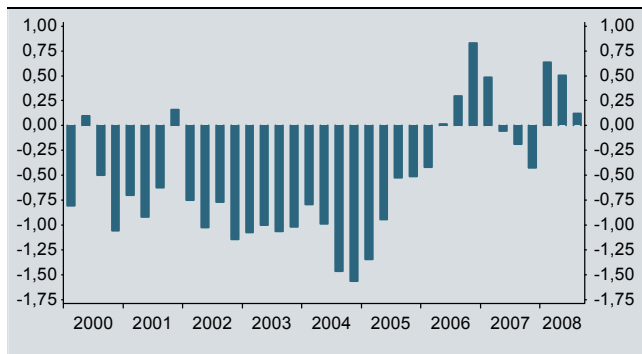
Die Eurozone befindet sich in einer Rezession, die durch gravierende Strukturprobleme in einzelnen Mitgliedstaaten wie Spanien, Italien oder Irland verschärft wird. Belastend wirkt vor allem die Entwicklung in Spanien und Italien, die zusammen einen Anteil am Bruttoinlandsprodukt der Eurozone von knapp 30 % erreichen. Damit wird die Eurozone 2009 ein negatives Wachstum von 0,5 % aufweisen, genauso viel wie Deutschland. Zwar hat Deutschland keine Strukturprobleme, allerdings verfügt die hiesige Wirtschaft über einen hohen Industrieanteil, der die BIP-Schwankungen sowohl nach unten als auch nach oben verstärkt. Frankreich dürfte sich nur geringfügig günstiger entwickeln als die Eurozone; der traditionell starke französische Konsum verliert deutlich an Dynamik.

Langjährige Baukrise in Spanien wahrscheinlich

Spanien leidet unter einer ausgeprägten Immobilien- und Baukrise. So ist der Verkauf von städtischen Wohnimmobilien deutlich eingebrochen, und die Immobilienpreise sind zumindest in Teilssegmenten wie Ferienimmobilien in Küstenlage rückläufig. Die Hausbaugenehmigungen brechen ein und die Hausbeginne, die bereits im vergangenen Jahr von 760.000 auf 616.000 gesunken waren, dürften sich 2008 auf 370.000 Einheiten nochmals deutlich reduzieren. Dieser Effekt ist für das Wirtschaftswachstum des Landes nicht unerheblich: Der Anteil der gesamten Bauinvestitionen betrug 2007 knapp 18 % des Bruttoinlandsprodukts. Im Vergleich hierzu hatte Deutschland 1995 zu Beginn seiner etwa eine Dekade dauernden Baukrise einen Bauanteil von 14 %. Dieser sank dann bis 2005 auf gut 9 % und ist seitdem nur leicht angestiegen. Dies zeigt nicht nur die quantitative, sondern auch die zeitliche Dimension der spanischen Baukrise. Zwar verringert sich die Neubautätigkeit relativ schnell. Jedoch dauert es lange, bis die errichteten Überkapazitäten abgebaut bzw. wieder einer neuen Nutzung zugeführt werden. Damit wird eine jahrelange Baukrise wahrscheinlich. Mittlerweile sind deren Auswirkungen auf die Beschäftigung und den Konsum nicht mehr zu übersehen. Damit muss 2009 trotz fiskalpolitischer Stimulierung mit einem deutlichen BIP-Rückgang von 0,6 % gerechnet werden.

Deutschland mit Wachstumsvorsprung in Eurozone 2008

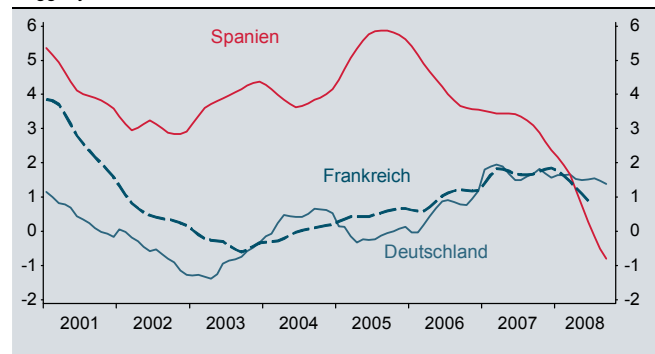
Wachstumsdifferenz Deutschland minus Eurozone in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutlicher Beschäftigungsrückgang in Spanien

% gg. Vj.



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Italienische Konsumgüter zunehmend im Ausland hergestellt

Italien weist hingegen keinen derartig aufgeblähten Bausektor auf. Allerdings konnte das Land den weltweiten Investitionszyklus kaum für sich nutzen. Dies liegt an der teilweise niedrigen Wettbewerbsfähigkeit der Industrie sowie der Zusammensetzung der Branchen. Neben der starken Konzentration auf den Maschinenbau, der u.a. unter der schwachen Inlandsnachfrage in Italien leidet, hat sich das Land auf Konsumgüter wie Textilien, Bekleidung und Lederwaren konzentriert. Diese Wirtschaftszweige sind wie der Maschinenbau von der ungünstigen Lohnstückkostenentwicklung Italiens betroffen. Auch deswegen wird die Produktion teilweise in kostengünstige Schwellenländer ausgegliedert, zumal bei Konsumgütern eine Verlagerung vielfach leichter möglich ist als bei technisch anspruchsvollen Investitionsgütern. Insgesamt hatte Italien aus diesen Gründen bereits am vorausgegangenen Aufschwung nur unterdurchschnittlich partizipiert. 2009 muss mit einem durchschnittlichen BIP-Rückgang von 0,5 % gerechnet werden.



### 3.3 Deutschland: Trotz Wettbewerbsstärke in Rezession

2009: Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten

Deutschland ist über seinen Außenhandel stark in die Weltwirtschaft integriert. Aufgrund der hohen Exportquote von 47 % führt die drastische Wirtschaftseintrübung bei wichtigen Handelspartnern auch hierzulande zu einer Rezession. 2008 hat nur noch das erste Quartal eine positive Wachstumsrate erbracht. Danach ist das Bruttoinlandsprodukt gesunken. Erst Mitte des Jahres 2009 ist mit einer Besserung zu rechnen. Aufgrund sinkender Investitionen und mangelnder Impulse vom Außenhandel wird die deutsche Wirtschaft im Gesamtjahr 2009 um 0,5 % schrumpfen.

Leicht positive Effekte vom Konjunkturprogramm

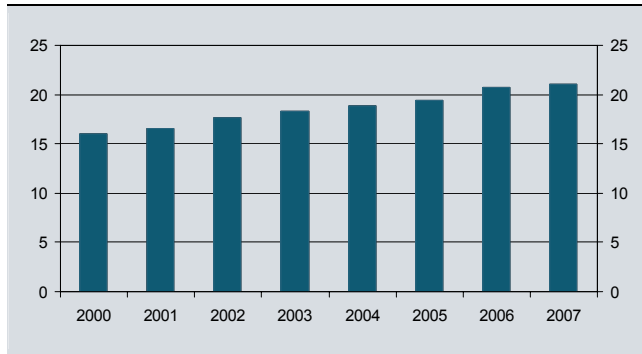
Unterstützung erfährt die deutsche Konjunktur von dem beschlossenen Fiskalprogramm. Das Maßnahmenpaket enthält unter anderem bessere Abschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen, mehr öffentliche Verkehrsinvestitionen sowie die steuerliche Förderung von Handwerkerleistungen und den zeitlich begrenzten Erlass der Kfz-Steuer für Neuwagen. Mit dem Fiskalprogramm, das die öffentlichen Haushalte in den Jahren 2009 bis 2012 mit 23 Mrd. € belastet, sollen staatliche und private Investitionen von 50 Mrd. € oder 2 % des Bruttoinlandsprodukts angestoßen werden. Hinzu kommen die bereits beschlossenen Maßnahmen, wie die Erhöhung des Kindergeldes und die Senkung der Arbeitslosenbeiträge.

Konsum stabilisiert Wirtschaftsentwicklung

In der Summe sind durch diese fiskalpolitischen Maßnahmen nur geringe positive Effekte zu erwarten. Das Programm ist im Volumen zu klein und unterstützt relativ willkürlich einzelne Branchen, wobei unklar ist, inwieweit diese Unterstützungsmaßnahmen greifen. Sinnvoller wäre es, durch Steuersenkungen den daniederliegenden Konsum zu fördern. Trotzdem dürfte der deutliche Rückgang der Preissteigerungen bei im Jahresdurchschnitt kaum schlechterem Arbeitsmarkt und moderaten Lohnabschlüssen dazu führen, dass leicht steigende Konsumausgaben die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland stabilisieren. Eine noch stärkere Rezession wird hierdurch vermieden.

#### Immer mehr deutsche Exporte gehen in Schwellenländer

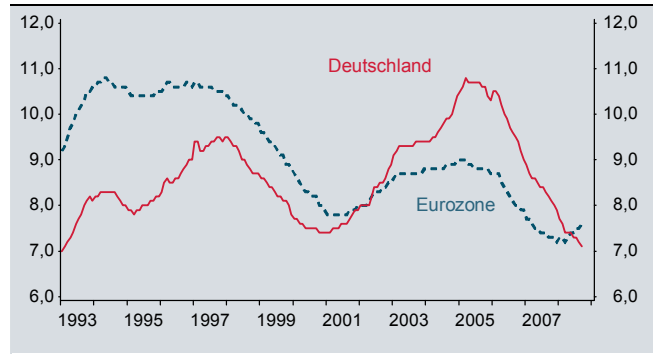
Anteil an den deutschen Gesamtexporten in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Deutsche Arbeitslosenquote niedriger als in Eurozone

harmonisiert in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Keine gravierenden Strukturprobleme in Deutschland

Von der Mitte 2009 langsam beginnenden Erholung wird Deutschland aufgrund der Wettbewerbsstärke seiner Industrie überdurchschnittlich profitieren können. So haben sich die Lohnstückkosten hierzulande deutlich günstiger entwickelt als im europäischen Durchschnitt. Der Arbeitsmarkt ist in den vergangenen Jahren flexibler geworden und die F&E-Aktivitäten liegen leicht über dem internationalen Durchschnitt. Bei den Patentanmeldungen ist die Situation sogar noch günstiger. Hinzu kommt, dass die deutsche Branchenstruktur stark auf Investitionsgüter ausgerichtet ist. Nach der Rezession werden die Schwellenländer wieder an Dynamik gewinnen. Der Aufbau ihrer Volkswirtschaften erfordert gerade die in Deutschland hergestellten Maschinen, Nutzfahrzeuge und elektrotechnischen Investitionsgüter. Die deutliche Abwertung des Euro-Außenwertes seit Mitte diesen Jahres wird diesen Branchen helfen, ihre Produkte zu günstigen Preisen abzusetzen.

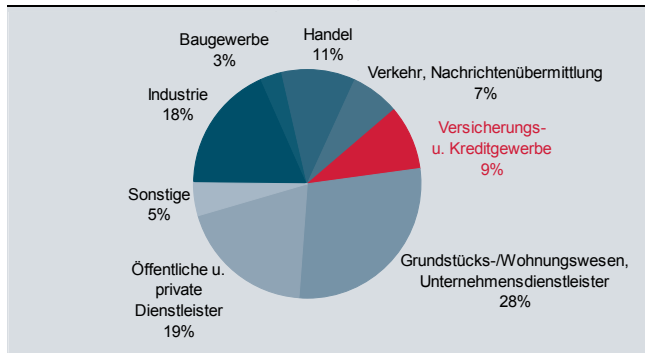


### 3.3.1 Hessen: Konjunkturmotoren Finanzplatz und Flughafen vor Veränderungen

Mit dem Finanzplatz Frankfurt und dem Frankfurter Flughafen hat Hessen seine ganz eigenen Konjunkturmotoren im Süden des Landes. Damit diese rund laufen, müssen Systeme verändert werden. Die Vertrauenskrise in der Finanzwelt wird zu einer Renaissance klassischer Finanzierungsprodukte führen, so dass die Bankhäuser umstrukturieren und Kapazitäten anpassen müssen. Dies wirkt sich auf Hessen besonders stark aus: Trägt hier das Kredit- und Versicherungsgewerbe doch rund 10 % zur Bruttowertschöpfung bei (Deutschland: 5 %).

#### Gewichtiges Kreditgewerbe vor Herausforderungen

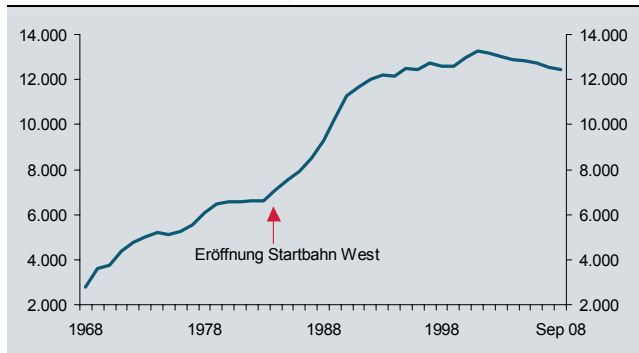
Hessen: Anteil an der Bruttowertschöpfung in %, 2005



Quellen: Stat. Ämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Frankfurter Flughafen: Beschäftigungsmotor für Hessen

Mitarbeiter Fraport (ohne Tochtergesellschaften)

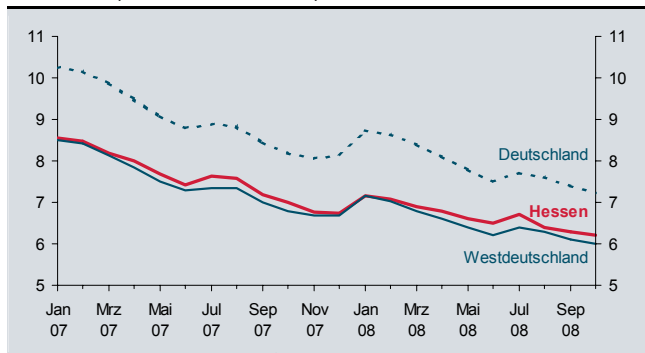


Quellen: Fraport, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auch der Frankfurter Flughafen ist von großer Bedeutung für das Bundesland. Inzwischen bietet er Arbeitsplätze für rund 73.000 Beschäftigte, arbeitet aber an der Kapazitätsgrenze. Damit seine internationale Position als achtgrößter Airport erhalten bleibt, sind weitere Infrastrukturmaßnahmen unabdingbar. Der Ausbau dient aber nicht nur dem Unternehmen selbst, sondern kann sich äußerst positiv auf die Beschäftigung in der Region auswirken: Als 1984 die Startbahn West eröffnet wurde, verdoppelte sich in den nachfolgenden Jahren allein bei der Fraport AG die Anzahl der Mitarbeiter auf gut 12.000.

#### Hessens Arbeitsmarkt mit weniger Power

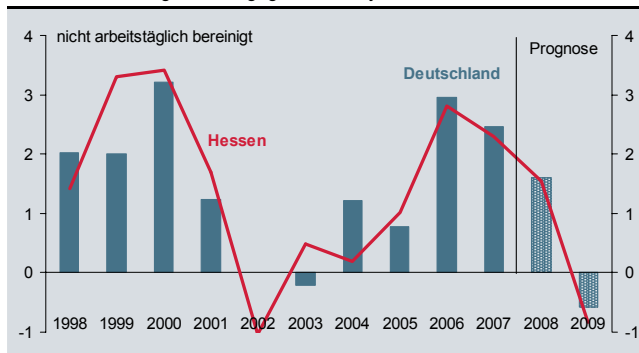
Arbeitslosenquote in % aller Erwerbspersonen



Quellen: Bundesagentur f. Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Unterdurchschnittliches Wachstum in Hessen 2009

Reale Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Stat. Ämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Und Impulse kann der Arbeitsmarkt in Hessen gebrauchen. Schon der industriegetragene Aufschwung konnte in Hessen aufgrund der Spezialisierung auf Dienstleistungen weniger fruchten, so dass die hessische Arbeitslosenquote im Oktober 2008 mit 6,2 % etwas über dem westdeutschen Durchschnitt lag. Jetzt wird der konjunkturelle Abschwung in Hessen durch die Bankenkrise noch verstärkt. Für das hessische Wirtschaftswachstum heißt das vermutlich, dass nach den leicht unterdurchschnittlichen Jahren 2006 und 2007 zwei weitere folgen werden. Die gesamtdeutschen Raten (nicht arbeitstäglich bereinigt) von 1,6 % und -0,6 % in den Jahren 2008 und 2009 werden vermutlich in Hessen mit 1,5 % bzw. -0,8 % unterschritten.

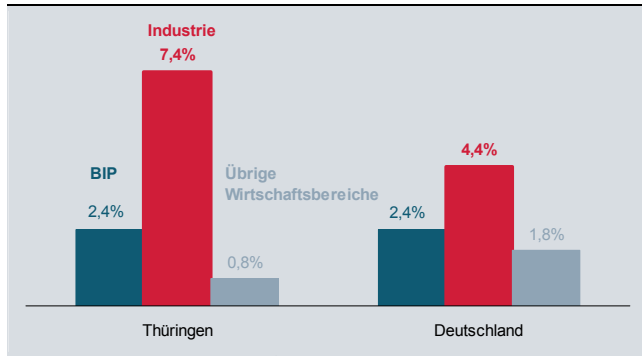


### 3.3.2 Thüringen: Wachstum behauptet sich

Die Thüringer Wirtschaft bekam in der Vergangenheit die kräftigsten Impulse von der Industrie. So stieg im ersten Halbjahr 2008 die Bruttowertschöpfung in diesem Wirtschaftszweig um 7,4 % gegenüber dem Vorjahr. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum dagegen fiel mit 2,4 % deutlich niedriger aus, da sich die übrigen Wirtschaftsbereiche nur schwach entwickelten bzw. wie der Staatssektor wahrscheinlich sogar schrumpften.

#### Dynamische Thüringer Industrie

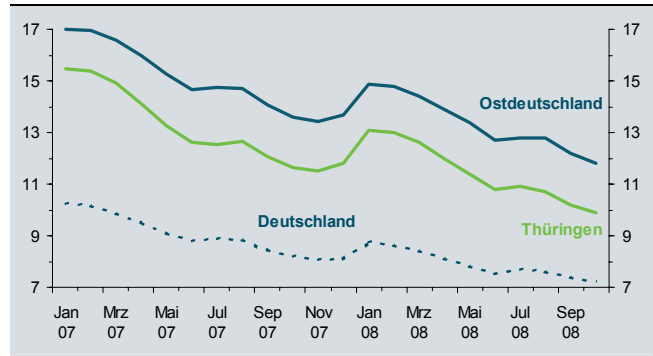
1. Halbjahr 2008: Reale Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Stat. Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Arbeitslosenquote in Thüringen auf Tiefststand

Arbeitslosenquote in % aller Erwerbspersonen

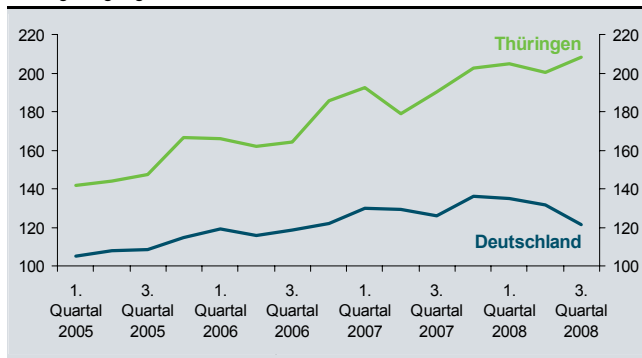


Quellen: Bundesagentur f. Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dennoch reichte die Schubkraft der Industrie aus, um den gesamten Arbeitsmarkt in Thüringen zu bewegen: Die Arbeitslosenquote sank binnen Jahresfrist von 11,7 % auf 9,9 % im Oktober 2008 und lag damit weiterhin deutlich unter dem ostdeutschen Durchschnitt (11,8 %). Dabei nahm nicht nur die Anzahl der Arbeitslosen kräftig ab (-16 %), sondern die Beschäftigung stieg.

#### Auftragsentwicklung in Thüringen positiv

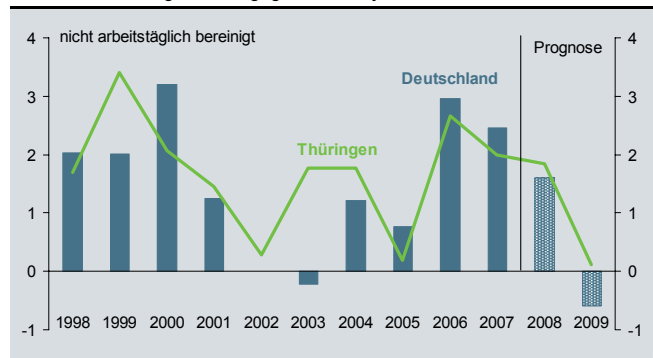
Auftragseingang: Volumenindex, Quartalsdurchschnitt



Quellen: Thür. Landesamt f. Statistik, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Thüringen 2009: Leicht überdurchschnittliches Wachstum

Reale Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Stat. Ämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im zweiten Halbjahr 2008 lässt die Dynamik in der Industrie zwar etwas nach, darauf deuten die Daten für das dritte Quartal hin. Gleichwohl wird die Wachstumsrate angesichts der weiterhin positiven Entwicklung der Auftragseingänge spürbar über dem Durchschnitt der gesamtdeutschen Industrie liegen, deren Orderbücher schon die ersten Rückgänge verkraften mussten. Für das Gesamtjahr 2008 zeichnet sich deshalb in Thüringen ein überdurchschnittliches BIP-Wachstum von 1,8 % ab. Auch 2009 hat das Bundesland gute Chancen, wieder überdurchschnittlich abzuschneiden. Zwar wird auch die Thüringer Industrie konjunkturell abgebremst, aber von einem deutlich höheren Ausgangsniveau aus als in den meisten alten Bundesländern. Die attraktiven Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe (10 % unter gesamtdeutschen Durchschnitt) sorgen zudem dafür, dass das Land für Investoren interessant bleibt. Auch dürfte Thüringen von der Finanzkrise kaum direkt betroffen sein wie beispielsweise Hessen. Insgesamt scheint 2009 eine Wachstumsrate in Thüringen knapp über der Nulllinie möglich.



### 3.4 Weitere europäische Länder

#### 3.4.1 Großbritannien: Bank of England senkt auf historisches Niveau

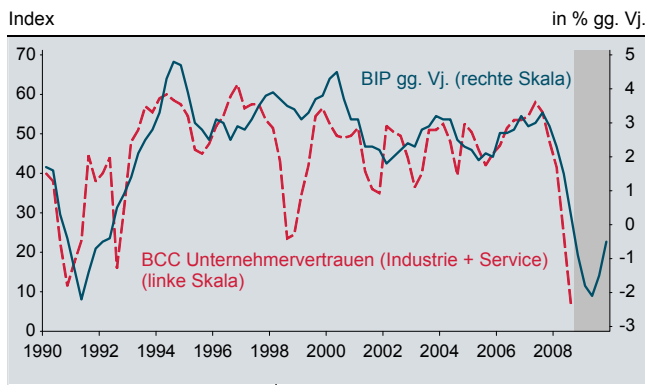
Kreditkrise lastet auf Unternehmen und Konsumenten

Die Finanzkrise erschüttert Großbritannien. Die britische Wirtschaft ist aufgrund der beträchtlichen privaten Verschuldung und der hohen Bedeutung des Finanzsektors an der Bruttowertschöpfung besonders anfällig. Der heimische Immobilienmarkt befindet sich in einer scharfen Abwärtsbewegung, die auch 2009 anhalten wird. Nach Rückgängen von 8 % in diesem Jahr dürften die Hauspreise 2009 voraussichtlich um rund 15% fallen. Neben den Vermögensverlusten belasten auch die zurückhaltende Kreditvergabe der Banken bzw. teurere Konditionen die Konsumenten. Die Abschwächung am Arbeitsmarkt verschlechtert die reale Einkommensentwicklung, was von den rückläufigen Energiepreisen nur teilweise kompensiert werden kann. Die Investitionen werden wegen der Probleme im Kreditverkehr sowie der allgemeinen Unsicherheit spürbar abnehmen. Insbesondere der Wohnungsbau dürfte markant zurückgehen.

BIP 2009 schrumpft um 1,5 %

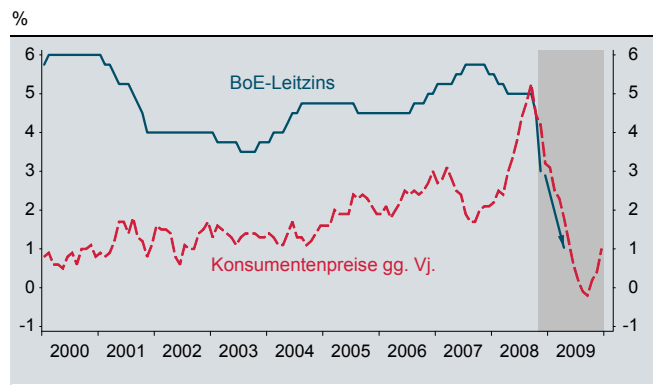
2008 wird die britische Wirtschaft trotz der Rezession im zweiten Halbjahr noch voraussichtlich um 0,8 % expandieren. 2009 dürfte das Bruttoinlandsprodukt allerdings um 1,5 % zurückgehen. Das massive Einschreiten der Regierung zur Rettung der Banken könnte, wenn auch sehr zögerlich, das Vertrauen im Finanzsektor stärken und den Kreditfluss allmählich wieder in Gang setzen. Zur Konjunkturstützung senkt die Regierung die Mehrwertsteuer temporär um 2,5 Prozentpunkte und erhöht die Infrastrukturausgaben. Die Pfund-Abwertung verbessert die britische Wettbewerbsposition, der Außenhandel dürfte positiv zum Wachstum beitragen. Deshalb dürfte sich die Konjunktur im zweiten Halbjahr 2009 stabilisieren bzw. leicht erholen.

Schmerzhaftere Rezession in Großbritannien



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflation im freien Fall, BoE senkt auf 1,0 %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflation geht zurück, BoE senkt weiter

Die britische Notenbank ist zu weiteren Taten gezwungen. Die schwache Konjunkturlage wird merklich auf die Preise drücken. Die Inflation wird auch wegen der sinkenden Energiepreise und der Mehrwertsteuersenkung drastisch zurückgehen. Von der Spitze bei 5,2 % im Jahr 2008 dürfte die Teuerung im Verlauf von 2009 sogar temporär in den negativen Bereich fallen. Nach einer voraussichtlichen Rate von 3,6 % in diesem Jahr wird die Inflation im Jahresdurchschnitt 2009 nur noch 1,1 % betragen. Für die Bank of England ergibt sich nicht nur Spielraum, sondern gemäß ihrem Mandat auch eine Erfordernis, die Geldpolitik weiter zu lockern. So könnte die britische Notenbank ihren Leitzins bis auf 1,0 % und damit auf ein historisches Tief reduzieren.

Pfund-Erhölung erst im zweiten Halbjahr

Die trübe Konjunkturlage sowie die Leitzinssenkungen setzen das britische Pfund unter Druck. Der Euro profitiert von seinem Zinsvorteil gegenüber der britischen Währung, der Euro-Pfund-Kurs dürfte zunächst um 0,84 notieren. Mit einer wirtschaftlichen Stabilisierung in Großbritannien wird sich im Jahresverlauf der Malus des Pfunds reduzieren, ein Euro dürfte dann nur noch 0,78 Pfund kosten. Gegenüber dem US-Dollar wird die britische Währung 2009 vermutlich um 1,55 tendieren.



### 3.4.2 Schweiz: Franken-Stärke läuft aus

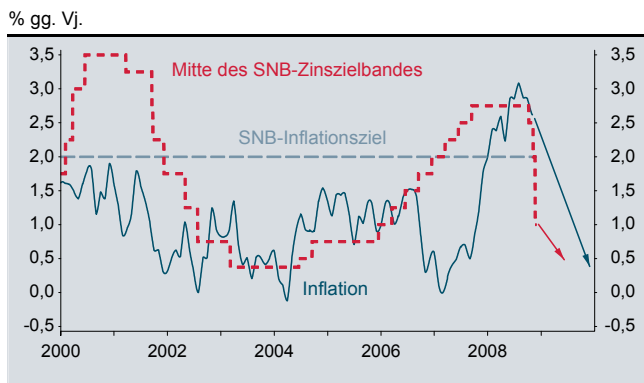
Franken als Fluchtwährung

Rezession auch in der Schweiz

Der Schweizer Franken wird seinem Ruf als Fluchtwährung in Krisenzeiten gerecht. Die Aufwertung gegenüber dem Euro von rund 15 % in der Spitze vom Oktober 2007 bis November 2008 übertraf das Ausmaß in vergangenen Phasen. Die zwangsweise Auflösung von Verschuldungspositionen im Franken ließen die Schweizer Währung aufwerten.

Die fundamentale Entwicklung stützt den Franken allerdings nur begrenzt. Schließlich verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum auch in der Schweiz spürbar, eine Rezession ist nicht zu vermeiden. Die Abwärtsbewegung beschleunigt sich mittlerweile, das Bruttoinlandsprodukt dürfte im zweiten Halbjahr 2008 wie auch zu Beginn 2009 schrumpfen. Insbesondere der Export zieht das Wachstum nach unten. Neben der nachlassenden Konjunktur der Haupthandelspartner belastet auch die Aufwertung des Schweizer Franken die Ausfuhren. Die Unternehmen dürften in diesem Umfeld ihre Investitionen merklich drosseln. Der private Konsum wird ein stabilisierendes Element sein. Die Haushaltsausgaben werden vermutlich im kommenden Jahr um 0,5 % expandieren. Die Einkommensdynamik verschlechtert sich zwar. Allerdings ist anzunehmen, dass die Schweizer Privathaushalte mangels eines heimischen Immobilien- bzw. Schuldenbooms nur begrenzt unter den direkten Folgen der Kreditkrise leiden. Nach einem voraussichtlichen Wachstum von 1,7 % in diesem Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2009 um 0,3 % schrumpfen. Erst mit einer Stabilisierung der Weltwirtschaft wird sich das Wachstum im zweiten Halbjahr 2009 zaghaft erholen.

Inflation geht spürbar zurück, SNB senkt auf 0,5 %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schweizer Franken konsolidiert zum Euro



\* Differenz 3M-Euribor vs. 3M-Libor geteilt durch impl. Volatilität EUR-CHF  
Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

SNB senkt weiter

Die Teuerung in der Schweiz wird sich 2009 merklich entspannen. Dank rückläufiger Rohstoffpreise, der Aufwertung des Franken sowie der nachlassenden Konjunktur dürfte die Inflation im Jahresdurchschnitt 2009 auf 0,7 % zurückgehen. Die Schweizerische Nationalbank ist aufgrund des Wachstums- und Inflationsausblicks auf einen Zinssenkungskurs umgeschwenkt. Nach der drastischen Zinssenkung auf 1,0 % (Mittelwert des Libor-Zinszielbandes) besteht auch noch Spielraum für Lockerungen bis auf 0,5 %. Die Renditen 10jähriger Staatsanleihen dürften damit auf 2,0 % zurückgehen. Im späteren Jahresverlauf 2009 ist wegen des internationalen Zinsverbunds mit einem Renditeanstieg auf 2,5 % zu rechnen.

Franken wertet gegenüber dem Euro ab

Die Einengung der Zinsdifferenzen zur Eurozone wirkt in Richtung einer Franken-Aufwertung. Wenn sich aber das globale Kreditumfeld wieder beruhigt, geht die „unfreiwillige“ Franken-Nachfrage wieder zurück. Mit einer wachsenden Risikoneigung werden sich die Volatilitäten im Wechselkurs verringern. Bei den Kapitalmarktzinsen dürfte sich die Differenz zugunsten des Euro erhöhen. Aus diesen Gründen wird vermutlich der Euro-Franken-Kurs auf 1,58 bis Ende 2009 ansteigen.

### 3.4.3 Polen: Euro-Einführung 2012?

Wachstum halbiert sich

Auch die polnische Konjunktur wird vom internationalen Trend mitgezogen, so dass sich das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts 2009 gegenüber diesem Jahr voraussichtlich nahezu halbieren wird (2,7 %). Impulse kommen von einem besonderen „Konjunkturprogramm“: 2012 will das Land gemeinsam mit der Ukraine die Fußball-Europameisterschaft ausrichten. Bis dahin sind weitere Infrastrukturinvestitionen geplant.

Sonderwirtschaftszonen sollen gefestigt werden

2007 flossen knapp 18 Mrd. \$ an Direktinvestitionen nach Polen. Dies dürfte – auch als Auswirkung der Finanzkrise – nachlassen. Als eine Gegenmaßnahme will Polen Firmengründungen vereinfachen und die Bestandsdauer der Sonderwirtschaftszonen über 2017 hinaus verlängern sowie deren Gebiet vergrößern. In diesen Zonen gelten umfangreiche Steuererleichterungen.

Euro-Einführung 2012?

Das polnische Parlament hat einen Zeitplan für die Euro-Einführung 2012 beschlossen. Die Hoffnung ist, dass das Land durch die gemeinsame Währung besser vor Währungskrisen geschützt wird. Für die zur Euro-Einführung notwendige Verfassungsänderung ist die Regierungskoalition unter Ministerpräsident Tusk auf die Opposition angewiesen. Und auch Präsident Kaczynski, der dem Euro kritisch gegenübersteht, muss für das Vorhaben gewonnen werden. Im Gespräch ist eine Volksabstimmung Mitte 2009. Präsidentschaftswahlen stehen außerdem 2012 an.

Starke Präsenz ausländischer Banken

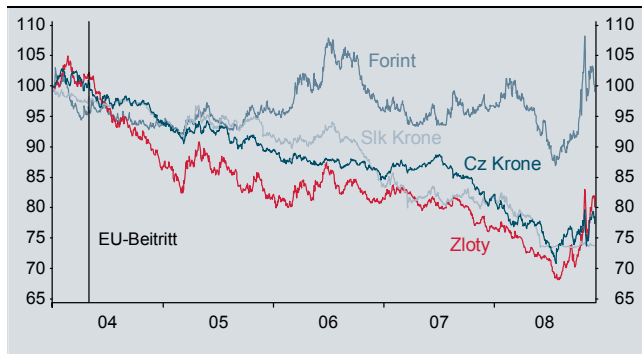
Der Aktienmarkt und die polnische Währung sind trotz der insgesamt guten Fundamentaldaten von der Finanzkrise deutlich beeinträchtigt. Denn die Investoren sind gegenüber den osteuropäischen Ländern vorsichtig geworden. Der Aufwertungsstrend des Zloty kehrte sich Ende Juli 2008 um. Auch die Absicht, angeschlagene Institute durch die Vergabe staatlicher Garantien und Kredite vor der Insolvenz zu retten, konnte bislang noch keine Ruhe in den Markt bringen. Die starke Präsenz ausländischer Eigentümer auf dem polnischen Bankenmarkt – früher ein Stabilisierungsfaktor – kann sich heute eher als Problem erweisen, wenn diese Institute stärker von der Krise tangiert werden. Die Zurückhaltung auf dem Interbankenmarkt hat auch in Polen für Engpässe gesorgt. Um diese Liquiditätsknappheit zu überbrücken, hat die Europäische Zentralbank der polnischen Notenbank (NBP) eine Kreditfazilität über 10 Mrd. Euro gewährt.

Zloty weiter volatil

Die NBP änderte im November ihren Kurs und senkte – dem allgemeinen Trend folgend – den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,75 %. Der Zloty dürfte zunächst weiter volatil bleiben, zumal die kurzfristigen Auslandsschulden und das Leistungsbilanzdefizit gestiegen sind. Stützend wirkt die vergleichsweise robuste Konjunktur. Wenn 2009 der Zloty wieder in ruhigeres Fahrwasser kommt, wird die NBP voraussichtlich weitere vorsichtige Zinsschritte vornehmen, die dem Wirtschaftswachstum zugute kommen sollten. Wird der EU-Beitritt allerdings verschoben, dürfte der Zloty die Verunsicherung der Märkte deutlich widerspiegeln.

#### Zloty noch volatil

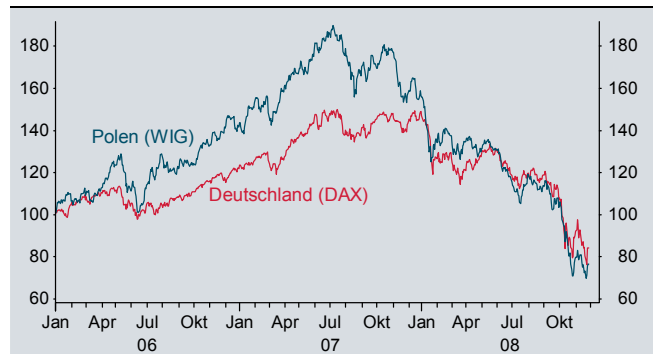
Indizes, 1.1.2004=100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Keine Entkopplung

Aktienindizes, 1.1.2006=100



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.4.4 Ungarn: Finanzmarktkrise betont fundamentale Schwächen

Hohe Verschuldung

Ungarn ist wirtschaftlich stark von der Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten abhängig. Denn die Verschuldung des Landes gegenüber dem Ausland ist beträchtlich und entspricht ungefähr dem BIP. Daher machen die hohen Defizite in Staatshaushalt und Leistungsbilanz das Land verwundbar: Verliert die Währung so massiv an Wert, wie es seit Juli 2008 der Fall ist, wiegt die Schuldenlast schwerer. Zu spüren bekommen dies insbesondere die privaten Kreditnehmer, die rund zwei Drittel der Auslandskredite halten. Sie waren wegen des günstigeren Zinssatzes häufig auf Kredite in Schweizer Franken ausgewichen. Vorgesehen sind nun entlastende Maßnahmen für diese Kreditnehmer wie etwa Laufzeitverlängerungen.

Hilfen von EU, IWF und Weltbank

IWF, EU und Weltbank verständigten sich Ende Oktober 2008 auf ein rund 25 Mrd. \$ schweres Hilfspaket für Ungarn, das sowohl die zeitnahe Stabilisierung der Wirtschaft als auch eine langfristige Wachstumssteigerung gewährleisten soll. Denn das BIP wird nach 2007 auch in diesem Jahr voraussichtlich nur um gut 1 % wachsen, bevor es 2009 schrumpft. Rund 16 Mrd. \$ der Hilfsgelder laufen während der nächsten anderthalb Jahre über den IWF und sind an strikte Auflagen gebunden, z.B. für die Haushaltspolitik. Hauptziele sind, die Höhe des staatlichen Schuldendienstes zu reduzieren und die Handlungsfähigkeit des Bankensektors zu erhalten. Die koordinierte Unterstützung sollte ausreichen, um das Land vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren, auch wenn ein Beistandskredit des IWF Ungarn in der Wahrnehmung der Investoren weit zurückwirft.

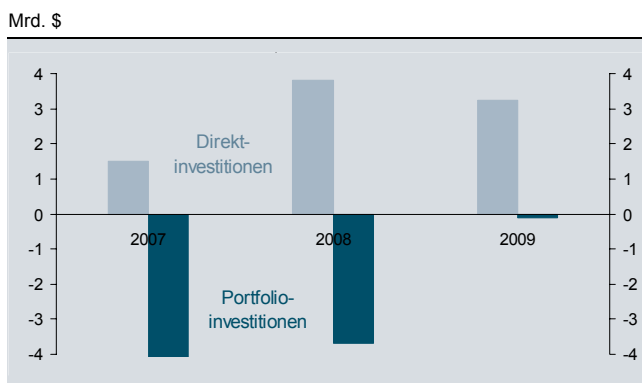
Vorsichtige Lockerung nach drastischer Zinserhöhung

Da die Währung immer mehr unter Druck geriet, entschloss sich die Ungarische Nationalbank im Oktober zu einem drastischen Schritt und erhöhte den Leitzins um 300 Basispunkte auf 11,5 %. Im November lockerte sie die Geldpolitik wieder: Sie verringerte den Mindestreservesatz sowie den Leitzins (nun 11 %) und stellte weitere Senkungen in Aussicht. Begründung: der Inflationsdruck lasse nach und die internationalen Finanzhilfen haben die Finanzierungsrisiken des Landes verringert. Die Finanzhilfen lösen Ungarns Probleme nicht grundsätzlich. Aber die unter Aufsicht gestellte Wirtschaftspolitik kann etwas von der Verunsicherung aus dem Markt nehmen. Immerhin reduzierte sich die Volatilität des Forint. Aktuell ist er gegenüber dem Euro auf 260 Forint je Euro gesunken. Der Spielraum für wachstumsfördernde Zinssenkungen ist allerdings begrenzt, zumal die Inflation auch 2009 mit voraussichtlich gut 3 % nicht gerade niedrig ausfällt.

Vertrauen der Investoren wieder gewinnen

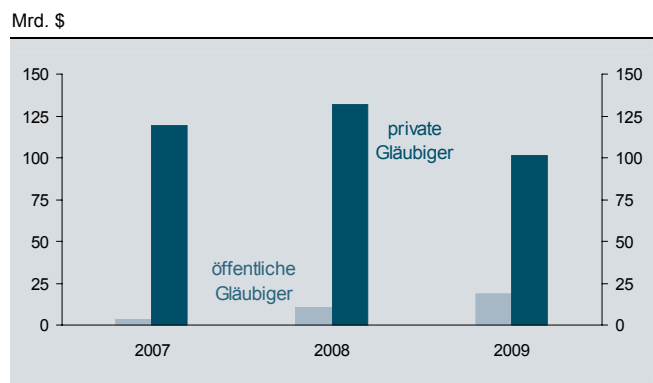
Die ungarische Regierung unter Ministerpräsident Gyurcsány hat eine Zusammenarbeit über Parteigrenzen hinweg angeregt. Dabei sollen insbesondere die Themen Euro-Einführung, mittelfristige Lohnvereinbarung und Umgestaltung der Renten- und Sozialsysteme angegangen werden. Ob sich dies umsetzen lässt, ist fraglich. Doch führt an diesen grundlegenden Themen kein Weg vorbei. Denn Ungarn ist darauf angewiesen, über eine solide Wirtschafts- und insbesondere Haushaltspolitik das nachhaltige Vertrauen der Investoren wieder zu gewinnen.

#### Ausländische Investitionen rückläufig



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; 2008/09 Prognose

#### Hohe Auslandsschulden



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research; 2008/09 Prognose





### 3.4.5 Tschechien: Solide Eckdaten, innenpolitische Turbulenzen

Enge Verflechtung mit der EU und Deutschland

Die tschechische Wirtschaft weist insgesamt solide Eckdaten auf, etwa beim Wachstum des BIP, beim Leistungsbilanzsaldo und beim Staatsdefizit. Dennoch kann sich Tschechien nicht von den internationalen Entwicklungen abkoppeln: Deutschland ist mit einem Anteil von rund 30 % an den tschechischen Importen und Exporten der wichtigste Handelspartner des Landes. Bezogen auf die EU sind die Verflechtungen noch deutlicher: Rund drei Viertel der Importe kommen von dort, über 80 % der Exporte werden dorthin geliefert, mit einer besonderen Gewichtung auf Kfz und Kfz-Teile. Dies birgt Risiken für die Handelsbilanz. Daher dürfte das BIP-Wachstum 2009 mit gut 2 % merklich niedriger ausfallen als 2008 (+4,2 %). Dies gilt allerdings auch für die Inflation, die 2008 von Einmaleffekten auf voraussichtlich 6,6 % getrieben wird.

Regierung in der Krise

Der relativ robusten Wirtschaftsdaten ungeachtet steckt die tschechische Regierung unter Ministerpräsident Topolanek in der Krise: Bei den Regional- sowie den Senatswahlen im Oktober hat sie empfindliche Verluste erlitten, da sie nach unpopulären Konsolidierungsmaßnahmen stark an Rückhalt eingebüßt hat. Dies schwächt die Regierung, die ohnehin nur über eine minimale Mehrheit im Parlament verfügt, zusätzlich. Noch erscheint nicht gesichert, ob Tschechien turnusgemäß am 1. Januar von Frankreich die EU-Ratspräsidentschaft übernehmen kann. Allgemeine Parlamentswahlen stehen 2010 an.

Zinssenkung auf 2,75 %

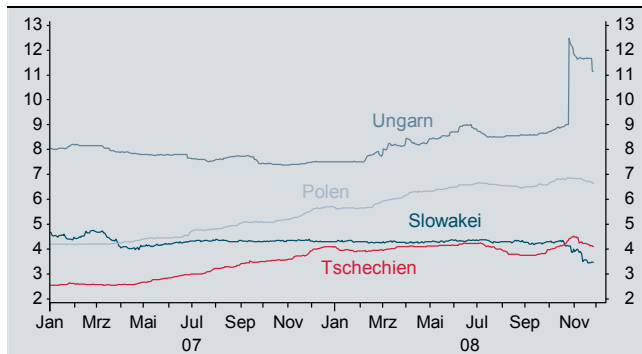
Die tschechische Krone hat sich bis Juli 2008 auf einem Höhenflug befunden. Im Sog der Finanzkrise ist jedoch auch sie deutlich volatil geworden. Dies dürfte bis ins nächste Jahr spürbar sein, auch wenn die vergleichsweise guten Wirtschaftsdaten die Krone stützen werden. Da die Tschechische Nationalbank (CNB) die hohe Inflation als temporär ansieht, senkte sie im August vorsichtig und im November deutlich die Leitzinsen auf aktuell 2,75 %, den tiefsten Stand in der Region. Da der Inflationsdruck nachlassen sollte, besteht Spielraum für weitere Senkungen. Ein Datum für den Euro-Beitritt gibt es bislang nicht, ein Termin vor 2012 ist aber nicht realistisch.

Stabilisierende Faktoren im tschechischen Bankenmarkt

Im tschechischen Bankensystem gehören viele Institute zu europäischen Konzernen. Bislang ist Tschechien von der internationalen Finanzkrise kaum direkt betroffen. Staatsanleihen werden – anders als etwa in Ungarn – nicht in hohem Maße von Ausländern gehalten, so dass die Kapitalbewegungen deutlich maßvoller waren. Auch bei Privat- und Unternehmenskrediten ist das von Währungsschwankungen ausgehende Risiko begrenzt: Zwar ist die Kreditvergabe in den letzten Jahren stark angestiegen, jedoch lauten weniger als 15 % aller Kredite auf ausländische Währungen. Hinzu kommt eine vorsichtige Kreditvergabepolitik, so dass der Anteil der Kreditausfälle niedrig ist. Problematisch wären allerdings Schwierigkeiten der ausländischen Banken, die die Kreditvergabe an ihre tschechischen Tochterinstitute einschränken würden. Zur vorsorglichen Stabilisierung des Bankensektors hat die Regierung die Garantien zur Einlagesicherung ausgeweitet.

#### Geldmarktsätze und...

3m-Interbankrates in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### ...Kapitalmarktsätze am unteren Rand

10y-Gvt.bonds in %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.4.6 Slowakei: Countdown zum Euro

Euro kommt zum 1.1.2009

Die Slowakei ist nach Slowenien sowie Malta und Zypern das vierte der 2004 beigetretenen EU-Länder, die den Euro einführen. Zum 1. Januar 2009 wird die Gemeinschaftswährung die slowakische Krone ersetzen. Der Leitkurs im Europäischen Wechselkursmechanismus II wurde Ende Mai neu festgesetzt, um der bis dato immer stärker werdenden Währung gerecht zu werden. Im Juli wurde dieser Leitkurs (30,126 SKK je Euro) als endgültiger Umrechnungskurs für den Eurostart bestätigt.

Spannungen in der Koalition und mit Ungarn

Seit 2006 regiert die spannungsreiche Koalition dreier Parteien aus dem rechten und linken politischen Lager, deren stärkste Kraft die linksgerichtete Smer-Partei von Ministerpräsident Fico ist. Diese Konstellation, respektive die Regierungsbeteiligung der Nationalisten, erschwert eine Lösung der schwelenden Krise um die Frage der ungarischen Minderheit in der Slowakei.

Stärkstes Wachstum in Euroland

Bei alledem weist die Wirtschaft gute Fundamentaldaten auf: Für dieses Jahr ist wie schon 2007 abermals das stärkste Wirtschaftswachstum in der EU zu erwarten (6,7 %). Wachstumsträger bleibt die – wenngleich schwächere – Binnennachfrage, während im Außenhandel v.a. ab 2009 die Rezession in der Eurozone spürbar wird. Denn in die EU werden rund 87 % der Exporte geliefert, über die Hälfte der Exportgüter sind Maschinen und Transportausrüstungen (davon wiederum die Hälfte Kfz und Kfz-Teile). Das BIP-Wachstum wird 2009 voraussichtlich bei gut 3 % liegen und dann mit der wirtschaftlichen Erholung in der Eurozone wieder etwas anziehen. Bei den Direktinvestitionen wird sich 2008 und 2009 die Vorsicht der Investoren manifestieren.

Euroraum-Zinsen zu niedrig für slowakische Inflation

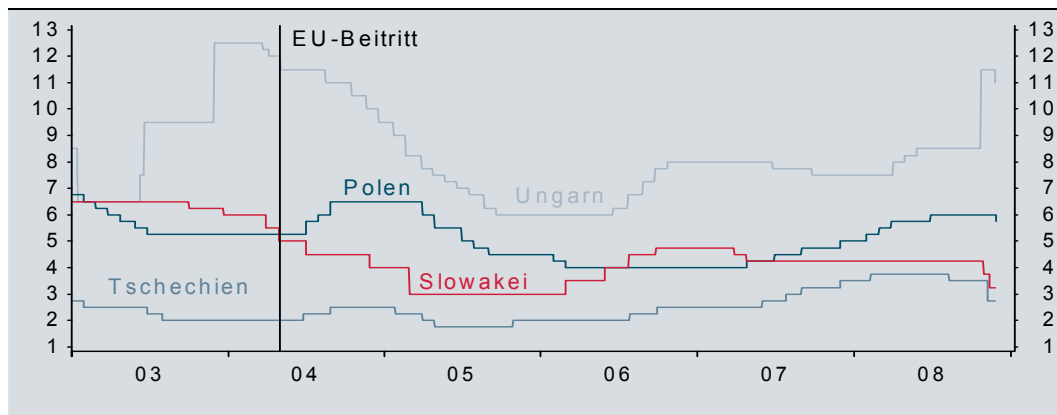
Die Inflation in der Slowakei erfüllt zwar das Maastricht-Kriterium (höchste Inflation der drei preisstabilsten Euro-Länder plus maximal 1,5 Prozentpunkte), ist aber mit rund 4 % aufgrund von höheren Verbrauchsteuern und Energiepreisen in diesem Jahr relativ hoch. Die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank kommen daher für die Slowakei, die ihre Leitzinsen vor dem Beitritt zur Währungsunion an das Euroland-Niveau anpassen muss, zum falschen Zeitpunkt. Bis zum Frühsommer hat die aufwertende Krone Preissteigerungen bei Importen abgefedert. Mit dem Beitritt zum Euro entfällt diese Möglichkeit. Die Inflation dürfte 2009 dennoch leicht sinken. Dafür sprechen die im nächsten Jahr niedrigeren Ölpreise und die schwächere Binnennachfrage. Im Hinblick auf die Parlamentswahlen 2010 wird die Regierung sich außerdem bemühen, über die administrierten Preise die Teuerung für die Bevölkerung zu begrenzen.

Bankenmarkt von Auslandsinstituten dominiert

Die Bankenkrise tangiert die Slowakei bislang eher indirekt. Allerdings gehören über 90 % der slowakischen Banken zu westeuropäischen Häusern. Wie stark diese Institute von der Krise getroffen werden und dies dann an ihre Töchter weitergeben, ist bislang nicht absehbar.

#### Slowakei schleust Zinsen auf Eurolandniveau hinunter

Leitzinsen in %



Quellen: EIU, EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.4.7 Russland: Ölpreisrückgang belastet

Rückläufige Ölförderung

Die wirtschaftliche Schönwetterperiode ging nach der Eskalation der internationalen Finanzkrise und dem starken Ölpreisrückgang im Herbst 2008 jäh zu Ende. Zudem sank auch die Ölförderung 2008 leicht. Die traditionellen Förderstellen in Westsibirien sind zunehmend erschöpft und neue in Ostsibirien erfordern teure Investitionen bei gleichzeitig höheren Förderkosten. Die hohen Exportsteuern hemmen generell die Erdölförderung und bringen den Unternehmen seit dem Ölpreisrückgang Verluste. Die Regierung hat daher Anfang November 2008 die Exportsteuern von 372 \$ auf 287 \$ pro Tonne gesenkt; sie dürfte diese bald weiter vermindern müssen.

Wachstum wird sich mehr als halbieren

Der hohe negative Wachstumsbeitrag der Außenwirtschaft, die eingeschränkte Kreditvergabe der Banken infolge der schlechten Refinanzierungsbedingungen, die leicht fallende Ölförderung, die Ölpreisbaisse auf dem Weltmarkt und die unsicheren Rahmenbedingungen für private Investoren schwächen das Wachstum zunehmend. Einzelne Branchen wie der Bau und die Stahlindustrie befinden sich bereits in der Rezession. Die Immobilienpreise beginnen zu fallen, nachdem sie zuvor ungesunde Spitzen erreicht hatten. Das BIP-Wachstum wird daher bereits 2008 auf gut 6 % zurückgehen. Da die Ölpreise 2009 wahrscheinlich nicht deutlich steigen werden, wird die Wirtschaft dann mit 3 % voraussichtlich nur noch halb so schnell expandieren.

Regierung sichert Schuldendienst der Unternehmen

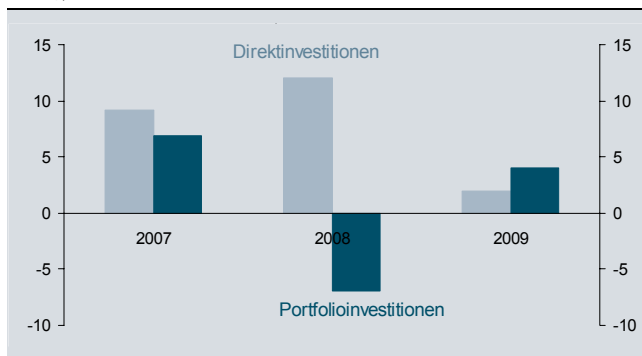
Die staatliche und private Wirtschaft ist in den letzten Jahren stark mit Auslandskrediten, Aktienemissionen und ausländischen Direkt- und Portfolioinvestitionen gewachsen. Die russischen Auslandsschulden stiegen bis Mitte 2008 auf 527 Mrd. \$ zügig. Einige Kredite sind kurzfristig fällig oder mit Aktien als Sicherheiten unterlegt. Der russische Aktienindex ist allerdings seit Anfang 2008 um 70 % gefallen. Daher müssen diese Kredite nun entweder getilgt oder mit neuen Sicherheiten unterlegt werden. Die russische Regierung hat der staatlichen Entwicklungsbank VEB 50 Mrd. \$ aus ihren Reserven übertragen. Mit diesem Geld können die Unternehmen auf Antrag ihre Fälligkeiten tilgen. Der Rahmen von 50 Mrd. \$ wird voraussichtlich ausreichen. 2009 werden allerdings weitere Kapitalspritzen aus staatlichen Fonds oder den Währungsreserven nötig sein, sollte sich die Risikoaversion nicht wieder rasch legen.

Leistungsbilanzüberschuss 2009 in Gefahr

Das unterschiedliche Export- und Importwachstum sowie die seit dem Sommer rapide gesunkenen Ölpreise verschlechtern rasch die Leistungsbilanz. Die hohen Ölpreise bis zum Spätsommer bescheren 2008 zwar nochmals eine überschüssige Leistungsbilanz von fast 100 Mrd. \$. Der Aktivsaldo dürfte 2009 jedoch bei seitwärts tendierenden Ölpreisen vollständig abschmelzen. Die Regierung sollte daher gerade in konjunkturell schweren Zeiten die Angebotsseite der Wirtschaft und insbesondere die rechtlichen Rahmenbedingungen verbessern, damit sich die Wirtschaftsstruktur mit einem nachhaltigen Wachstum über den Energie- und Rohstoffsektor hinaus verbreitert.

Ausländische Investitionen werden zögerlich

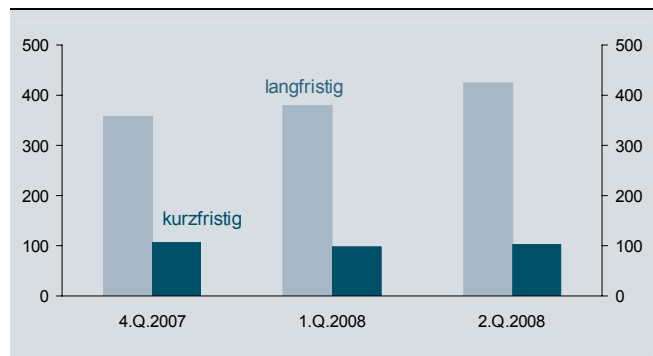
Mrd. \$, netto



Quellen: IWF, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auslandsschulden stiegen bis Mitte 2008 zügig

Mrd. \$



Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.4.8 Türkei: In Gesprächen mit dem IWF

BIP-Wachstum 2009 1,7 %

Die türkische Wirtschaft weist seit Überwindung der Finanzkrise von 2001 ein gutes Wachstum auf. Die Berechnung der Daten wurde im März 2008 an EU-Standards angepasst. Für 2008 ist nochmals mit einem komfortablen BIP-Wachstum von rund 3 % zu rechnen. Allerdings sind bereits Schwächen beim privaten Verbrauch und den Investitionen spürbar. 2009 ist von einer Reduzierung des Wachstums auf 1,7 % auszugehen. Dies ist auch auf die engen Handelsbeziehungen mit der EU und insbesondere mit Deutschland zurückzuführen: Rund 40 % der Importe kommen aus EU-Ländern, über 56 % der Exporte werden dorthin geliefert. Mit rund 11 % der Exporte war Deutschland 2007 die wichtigste Ausfuhrdestination.

Zinsen überraschend gesenkt

Die Zentralbank hat im November einen Kurswechsel vollzogen und den Basissatz um 25 Basispunkte auf 16,25 % gesenkt. Damit gab sie konjunkturellen Aspekten den Vorrang vor der Inflationsbekämpfung. Denn die Inflation erreicht derzeit zweistellige Werte. Mittelfristig strebt die Zentralbank 4 % an. 2009 wirken gegensätzliche Effekte auf die Preise: Einerseits entlasten niedrigere Energiekosten, und auch die Inlandsnachfrage lässt nach. Andererseits werden niedrigere Zinsen und die schwächere Lira eher inflationssteigernd wirken. Insgesamt wird dies im Jahresdurchschnitt 2009 voraussichtlich abermals zu einem Preisanstieg von über 10 % führen.

Hoher Bedarf an Auslandskapital

Hohe Ölpreise und Dividendenzahlungen ins Ausland tragen 2008 zu einer Verschlechterung des Leistungsbilanzdefizits auf rund 6,5 % des BIP bei. Gleichzeitig ist ein Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen wahrscheinlich, da die Investoren wegen politischer Unsicherheiten abwarten. Auch nehmen Privatisierungsvorhaben ab. 2009 werden niedrigere Ölpreise zu einer Reduzierung des Leistungsbilanzdefizits beitragen, jedoch bleibt der Finanzierungsbedarf hoch.

IWF-Vereinbarung diskutiert

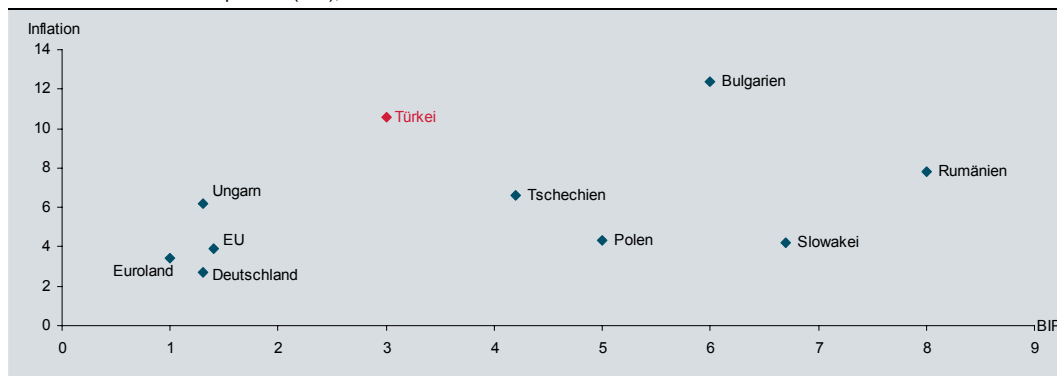
Die Auslandsverschuldung wird in diesem Jahr knapp 300 Mrd. Dollar erreichen. Die kurzfristige Verschuldung beläuft sich auf rund 50 Mrd. \$. Dies ist anteilmäßig nicht extrem hoch, muss jedoch refinanziert werden. Gleichzeitig erschwert die Finanzkrise die Beschaffung von Mitteln auf den Kapitalmärkten. Das 19. IWF-Beistandsabkommen ist im Mai 2008 ausgelaufen. Gegenüber einer neuen Vereinbarung ist Premier Erdogan mit Blick auf die Wahlen 2009 bislang zurückhaltend, da die Beistandsabkommen an wirtschaftspolitische Auflagen gekoppelt sind. Eine Übereinkunft könnte jedoch helfen, den Kurs der türkischen Lira zu stabilisieren, der rasch auf über 2 TYR je Euro nachgegeben hat. Ausländische Investoren werden weiter sehr sensibel auf eine Verschlechterung der politischen und wirtschaftlichen Lage in der Türkei reagieren.

AKP unter Beobachtung

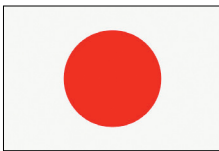
Der Verbotantrag gegen die Regierungspartei AKP wurde im Juli 2008 abgelehnt. Ihr wird die Gefährdung des säkularen Staatsprinzips vorgeworfen. Da die Entscheidung des Verfassungsgerichts äußerst knapp war, ist hier weiteres Konfliktpotenzial vorhanden.

#### Dynamik im Osten

Inflation und Bruttoinlandsprodukt (BIP), Schätzwerte 2008



Quellen: EIU, EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.5 Asien: Relativ stabil

#### 3.5.1 Japan: Höhenflug des Yen neigt sich dem Ende zu

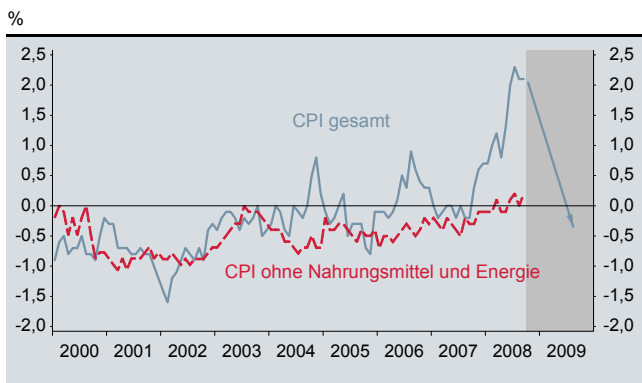
Yen-Stärke durch globale Kreditklemme

Der japanische Yen erweist sich in der Krise als größter Gewinner unter den Währungen. Der handelsgewichtete Außenwert Japans erhöhte sich von August bis November in der Spitze um rund 30 %. Die globale Verschärfung der Kreditvergabe löste eine Liquidationswelle von Carry Trades aus. Da der Yen in diesen Transaktionen als Verschuldungswährung dient, springt mit den Auflösungen die Nachfrage nach der japanischen Währung exponentiell an. Zudem repatriieren japanische Anleger ihre Auslandsinvestitionen.

Außenhandel zieht Japan in die Rezession

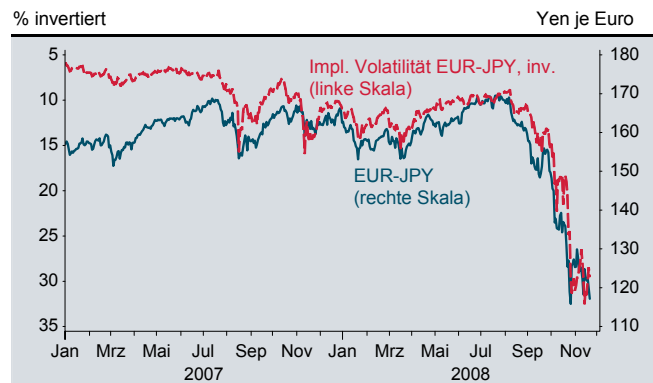
Trotz der Währungsaufwertung ist Japan keine Insel der Glückseligen, die nicht von der Finanzkrise berührt ist. Das japanische Bankensystem steht zwar im internationalen Vergleich besser dar, da die schmerzhaften Lehren vergangener Krisen gezogen wurden. Dennoch befindet sich die japanische Wirtschaft in einer Rezession. Das Wirtschaftswachstum in Japan ist in hohem Maße vom Außenhandel abhängig. Die zunehmende Abschwächung der globalen Konjunktur und vor allem auch im asiatischen Raum sowie die Aufwertung des Yen belasten den japanischen Export. Die Binnennachfrage kann die Verluste aus dem Außenhandel nicht kompensieren. Der private Konsum wächst nur marginal. Die Unternehmen dürften angesichts trüber Gewinnperspektiven die Investitionen reduzieren. 2008 wird das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich noch um 0,3 % zulegen und im kommenden Jahr um 0,5 % schrumpfen.

Teuerung rutscht wieder unter Null



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Risikoaversion und Euro-Yen-Kurs im Gleichlauf



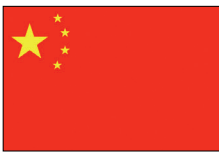
Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rückkehr der deflationären Tendenzen

Der Preisverfall an den Rohstoffmärkten und die Aufwertung des Yen werden einen spürbaren Inflationsrückgang auslösen. Nach der diesjährigen vergleichsweise hohen Rate von voraussichtlich 1,7 % dürfte die Teuerung 2009 nur noch 0,3 % betragen bzw. im Verlauf sogar unter Nulllinie fallen. Die Bank of Japan lockert ihre Geldpolitik. Nach der Zinssenkung auf 0,3 % dürfte sogar eine Rückkehr zur Nullzinspolitik auf die Agenda rücken. Zudem könnte die Notenbank auch quantitative Maßnahmen vornehmen, d.h. Aufkauf von Staatsanleihen oder Geldmarktpapieren.

Yen gibt gegenüber Euro und US-Dollar nach

Dank der aggressiven Politik vieler Notenbanken verringert sich zwar die Zinsdifferenz gegenüber dem Yen, der Zinsnachteil der japanischen gegenüber anderen Währungen bleibt aber bestehen. Die Kaufkraftparitäten sind mittlerweile kein Argument mehr für eine anhaltende Stärke des Yen gegenüber dem Euro. Wenn sich 2009 der Sturm an den Finanzmärkten legt und die Risikoaversion abnimmt, dürfte die japanische Währung einen Teil ihrer Gewinne wieder abgeben. So könnte der Euro-Yen-Kurs Ende 2009 bei 135 notieren, ein US-Dollar könnte Ende 2009 113 Yen kosten.



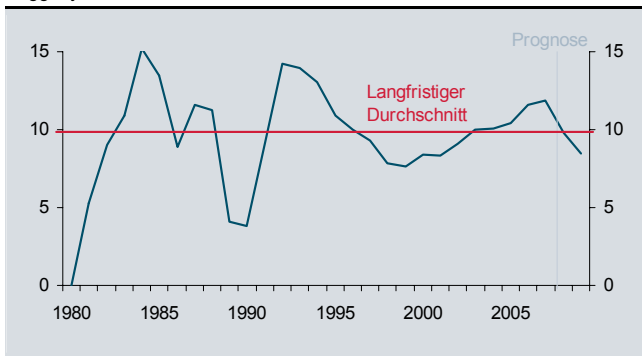
Wachstum unter Potenzial,  
Konsum als Schlüsselgröße

### 3.5.2 China: Globale Dimension

China schöpft seine Expansionsmöglichkeiten nicht mehr aus: Mit voraussichtlich weniger als 8 % wird das BIP-Wachstum 2009 unter dem langfristigen Durchschnitt von 10 % liegen. Die Fundamentaldaten deuten bislang nicht auf eine Rezession hin, auch wenn sich die Abwärtsrisiken meh- ren. Seine ausfuhrorientierte Wachstumsstrategie hat China anfällig für externe Erschütterungen gemacht (Exporte-BIP-Quote 40 %). Nun kommt es auf die Binnenkräfte an. Die privaten Haushalte sind prinzipiell weiterhin ausgabefreudig. Aber insbesondere ihre deutlichen Wertverluste am Aktien- und Immobilienmarkt bergen Risiken für das gesamtwirtschaftliche Wachstum und die politische Stabilität. So ist es für die chinesische Regierung ein zentrales Anliegen, das Vertrauen der privaten Haushalte zu stärken und eine robuste Konsumnachfrage zu fördern.

#### BIP-Wachstum nun einstellig

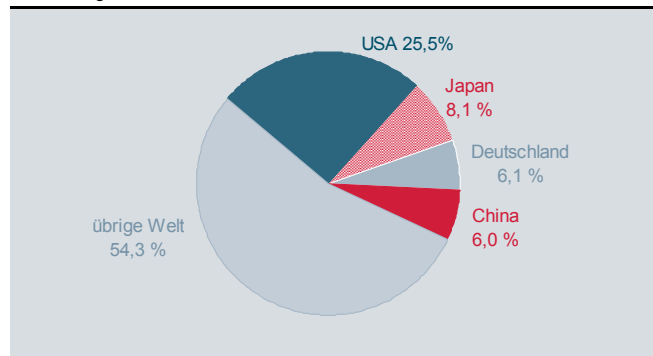
% gg. Vj.



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### China als ein Schwergewicht der Weltwirtschaft

Anteil am globalen BIP in %, 2007



Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stimulierungsmaßnahmen  
von Geld- und Fiskalpolitik

Peking zeigt sich entschlossen, die eigene Volkswirtschaft tatkräftig zu unterstützen. Nachdem die Fiskal- und Geldpolitik zunächst einzelne Schritte zur gesamtwirtschaftlichen Stimulierung unternommen haben, legte China Mitte November ein großvolumiges Konjunkturprogramm vor (knapp 600 Mrd. \$) Auch wenn die ersten Maßnahmen des Stimulierungspaketes umgehend eingeleitet werden und die Zentralbank ihren Lockerungskurs nun offensiver verfolgt, dauert es, bis sich eine signifikante Wirkung auf die Binnenwirtschaft entfaltet.

Prominente Stellung Chinas

Der Erfolg der chinesischen Wirtschaftspolitik ist für Asien und auch für die Weltwirtschaft von Bedeutung: China kommt eine Schlüsselrolle für die Konjunktorentwicklung Asiens zu, da es Dreh- und Angelpunkt der regionalen Handelstätigkeit ist. Bei einigen asiatischen Handelsnationen erfolgte 2007 rund 10 % des Warenaustausches mit „Mainland“ China, bei den Top-Handelsnationen der Region Japan, Südkorea und Taiwan waren es sogar rund 20 %.<sup>1</sup> Auch im weltweiten Wirtschaftsgeschehen nimmt China eine prominente Stellung ein – 1,3 Mrd. Einwohner, 3,2 Bill. \$ BIP-Volumen, 2,2 Bill. \$ Handelsvolumen, 1,5 Bill. \$ Währungsreserven im Jahr 2007 sprechen für sich. Mit seinem globalen BIP-Beitrag von rund 6 % rangierte China im vergangenen Jahr bereits auf dem vierten Platz hinter den USA, Japan, Deutschland. 2008 könnte es inmitten der globalen Turbulenzen noch eine Stufe höher rücken.

Globale Auswirkung von  
Chinas Wirtschaftspolitik

Dass Chinas intensive weltwirtschaftliche Verflechtungen seiner Wirtschaftspolitik eine globale Dimension verleihen, wird auch an Pekings Stellung in internationalen Verhandlungsrunden deutlich. Zwar kann das Reich der Mitte in diesen schwierigen Zeiten keineswegs die Rolle des globalen Konjunkturmotors übernehmen. Doch Peking hilft nicht nur sich selbst, wenn es eine nachhaltige, ernsthafte Wachstumsschwäche abzuwenden vermag.

<sup>1</sup> Die chinesische Sonderverwaltungszone Hongkong hat mit einer Quote von 50 % eine Sonderstellung. Denn ein Großteil der dort verschifften Waren ist für das dahinter gelegene Festland bestimmt bzw. wurde ursprünglich dort produziert.

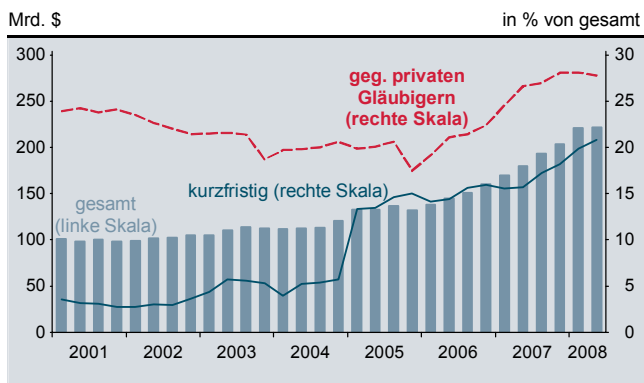


### 3.5.3 Indien: Begrenzter Spielraum der Wirtschaftspolitik

Kreditklemme...

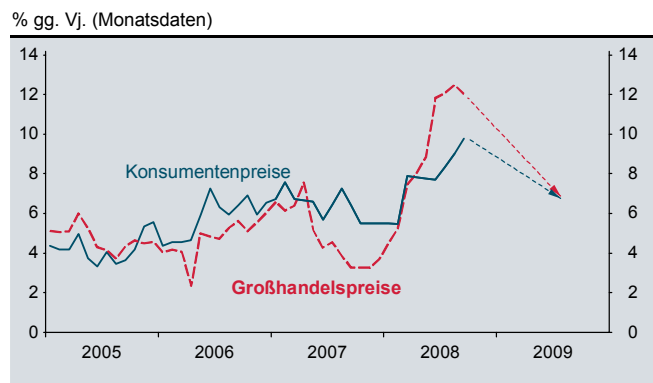
Die globale Finanzkrise verstärkt den zyklischen Abschwung Indiens und trifft die drittgrößte Volkswirtschaft Asiens an einem wunden Punkt: Ausländisches Kapital hat in den letzten Jahren entscheidend zum Wachstumserfolg beigetragen, was sich nun als problematisch erweist. Zwar birgt die Außenverschuldung mit knapp 20 % des BIP und ihrer größtenteils langfristigen Ausrichtung überschaubare Risiken. Doch das Versiegen internationaler Kapitalzuflüsse hat das indische Finanzsystem in eine Liquiditätskrise gestürzt: Der heimische Kreditmarkt ist ausgetrocknet. Der Rückzug internationaler Anleger aus den Schwellenländern hat den Aktienmarkt und die Rupie einbrechen lassen. Dies sorgt für Finanzierungsprobleme in der Privatwirtschaft.

Gestiegene Außenverschuldung als überschaubares Risiko



Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

Teuerung rückläufig, aber immer noch hoch



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

... hemmt  
Infrastrukturausbau

Und damit ist ein anderer wunder Punkt der indischen Volkswirtschaft getroffen – das Wachstumshemmnis Infrastruktur: Die unzureichenden Netzwerke im Verkehr und der Energieerzeugung bedürfen eines dringenden Ausbaus. Viele der neuen Infrastrukturprojekte sind als öffentlich-private Kooperationen geplant. Doch die privaten Unternehmen haben Zahlungseingänge, und die Regierung kann nur begrenzt in die Bresche springen. Die öffentliche Verschuldung ist bereits hoch, im Vorfeld der Wahlen im Frühjahr 2009 betreibt Indien ohnehin eine expansive Fiskalpolitik. Ähnlich hat auch die Geldpolitik keinen unbegrenzten Spielraum, da die inflationären Aufwärtsrisiken nicht gebannt sind. So wird die Zentralbank in den kommenden Monaten vorsichtig agieren. Sie dürfte die Leitzinsen von aktuell 7,5 % kurzfristig noch um 50 Basispunkte senken und bei den Reserveanforderungen für die Geschäftsbanken weiterhin mehr Flexibilität zeigen, um so das Finanzsystem und damit auch die Realwirtschaft mit mehr Liquidität auszustatten.

Internationale Verflechtungen  
von Volkswirtschaft und  
Finanzsystem begrenzt

Die expansive Wirtschaftspolitik dämpft den gesamtwirtschaftlichen Abschwung Indiens. Zudem erweist sich der recht geringe Offenheitsgrad der Volkswirtschaft nun als vorteilhaft. Im weltweiten Handel von Gütern und Dienstleistungen spielt Indien keine herausragende Rolle, Exporte und Importe machen jeweils knapp ein Viertel seines BIP aus. So sind die negativen Effekte der reduzierten Weltnachfrage begrenzter als in anderen asiatischen Ländern, zumal die Rupie-Abwertung Entlastung für die indischen Exporteure schafft. Im Finanzwesen hat der verhaltene Liberalisierungsprozess die Verbreitung von Innovationen und die grenzüberschreitenden Verflechtungen der Banken gebremst, so dass diese unmittelbar kaum von den globalen Verwerfungen erfasst wurden. Auch gibt es einen binnenwirtschaftlichen „Stabilisator“ – den Monsun: Über die Hälfte der indischen Milliardenbevölkerung lebt von der Landwirtschaft. Das zufriedenstellende Ausmaß der diesjährigen Regenfälle lässt die Bauern eine gute Ernte erwarten. Insofern sollte der private Verbrauch in den ländlichen Regionen recht robust bleiben, während die urbane Mittelschicht die negativen Vermögenseffekte am Aktien- und Immobilienmarkt verkraften muss und zurückhalten-der mit Konsumausgaben wird. Insgesamt verliert die indische Volkswirtschaft deutlich an Schwung. Mit gut 6 % in diesem und im kommenden Fiskaljahr dürfte das BIP-Wachstum den Potenzialwert von gut 7 % erstmals seit 2002 wieder unterschreiten.



### 3.5.4 Südkorea: Auf dünnem Eis?

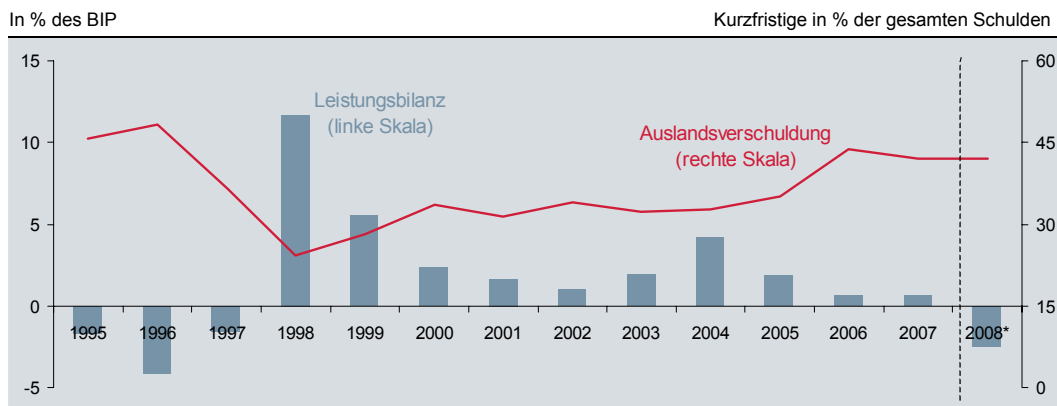
Dollar-Liquidität verknappt

Südkorea ist spürbar von der weltweiten Finanzkrise betroffen: Die Banken haben ernsthafte Liquiditätsengpässe in Fremdwährung. Jahrelang haben sie sich ihre Mittel für die heimische Kreditvergabe auf den internationalen Kapitalmärkten beschafft, was inzwischen schwierig und teuer geworden ist. Obendrein haben ausländische Investoren fast panikartig ihre Gelder aus dem Anleihe- und Aktienmarkt sowie der Währung Südkoreas abgezogen. So ist der Won unter massiven Abwertungsdruck geraten.

Erinnerungen an Asienkrise:  
Hohe Auslandsverschuldung  
und Leistungsbilanzdefizit

Erinnerungen an die Krise von 1997 werden wach: Eine ernstzunehmende Parallele ist die sehr hohe Außenverschuldung, welche durch den Won-Verfall zusätzlich aufgebläht wird. Mit über 380 Mrd. Dollar betrug sie im vergangenen Jahr bereits 39 % des BIP (1996: 28 %). Insbesondere die kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland sind deutlich gestiegen und machen mittlerweile 42 % der gesamten Schulden aus (1996: 48 %). Daher kann Südkorea – von externen Schocks angestoßen – recht leicht ins Schlittern geraten. Vergleichbar mit damals ist auch der Leistungsbilanzsaldo, der erstmals seit den 90er Jahren wieder in den negativen Bereich gerutscht ist (2008 BIP-Quote -2,5 %). Dies übt weiterhin Abwertungsdruck auf die koreanische Währung aus.

#### Parallelen zum Vorkrisenjahr 1996



Quellen: EIU, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research; \* Schätzung

Rettungsanker für Finanzsektor und Binnenwirtschaft

Aber anders als im Vorfeld der Asienkrise kann sich Korea heute eher selbst helfen, da es über umfangreiche Devisenreserven verfügt (über 212 Mrd. \$ Ende Oktober 2008 versus gut 34 Mrd. \$ 1996). Die Zentralbank hat in den letzten Monaten wiederholt darauf zurückgegriffen und zugunsten der eigenen Währung interveniert – allerdings bisher ohne nachhaltigen Erfolg. Daneben verwendet die Regierung die Währungsreserven auch dazu, den heimischen Kreditinstituten Dollar-Liquidität zur Verfügung zu stellen. Zudem beschafft sich Korea mittels grenzüberschreitender Swap-Abkommen Dollar. Neben dem Rettungspaket für den Finanzsektor (130 Mrd. \$) hat die koreanische Regierung verschiedene Stimulierungsmaßnahmen für die Binnenwirtschaft auf ihrer Agenda. Flankierend nutzt die Zentralbank intensiv ihr Instrumentarium und wirft den Rettungsanker immer weiter aus.

BIP-Wachstum 1,1 % 2009

Mit seiner weiterhin aktiven Wirtschaftspolitik versucht das exportorientierte Südkorea, die realwirtschaftlichen Auswirkungen der globalen Finanzkrise abzufangen. Gelingt dies und nehmen die politischen Verspannungen mit dem Norden nicht signifikant zu, ist 2009 ein BIP-Wachstum von 1,1 % zu erwarten. Gestützt von den staatlichen Rettungsmaßnahmen gleitet der OECD-Staat auf der Eisfläche dahin. Diese trägt zwar besser als zu Zeiten der Asienkrise, als Privatwirtschaft und Bankensektor leichter aus dem Gleichgewicht zu bringen waren. Doch noch hat Korea das sichere Ufer nicht erreicht.





### 3.6 Brasilien: Von einer Krise noch deutlich entfernt

Noch ausreichende Liquidität

Brasilien ist für schwankende Kapitalmarktstimmungen verhältnismäßig gut gerüstet. Die meisten Banken sind für eine vorübergehende Baisseperiode ausreichend kapitalisiert. Gleichwohl mussten sie ihre Kreditbedingungen im Oktober schlagartig verschärfen. Die zwei großen Staatsbanken gewähren zudem sensiblen Branchen wie der Landwirtschaft spezielle Kreditlinien und finanzieren die brasilianischen Exporte. Die Zentralbank sorgt für ausreichend Liquidität und die US-Notenbank – als Zeichen des Vertrauens – hilft der brasilianischen Zentralbank mit großzügigen Dollar-Linien.

Realabwertung wirkt positiv

Nachdem der Real im Zuge der Carry Trades jahrelang (zu stark) aufwertete, kam er im September 2008 massiv unter Druck. Um ein „Überschießen“ des Kursrutsches nach unten zu begrenzen, hat die Zentralbank zunächst massiv Dollar zur Verfügung gestellt. Der positive Zinsunterschied zum Ausland, die relativ soliden gesamtwirtschaftlichen Daten sowie die nur langsam sinkenden Direktinvestitionen werden den Realkurs in 2009 voraussichtlich absichern. Zudem kam die Abwertung des Real gerade zur rechten Zeit ab, denn die Leistungsbilanz rutsche 2008 wegen des Rohstoffpreisrückgangs ins Defizit. Das wird die diversifizierte brasilianische Wirtschaft wettbewerbsfähiger machen und die Importdynamik bremsen. Die traditionell flexible brasilianische Wechselkurspolitik hat der Wirtschaft bisher stets geholfen, exogene Schocks abzumildern und die Passivierung des Leistungsbilanzsaldos zu begrenzen. Schließlich schont diese auch die Währungsreserven der Zentralbank, die nach den Interventionen noch bei 200 Mrd. \$ liegen.

Schwache Binnenkonjunktur

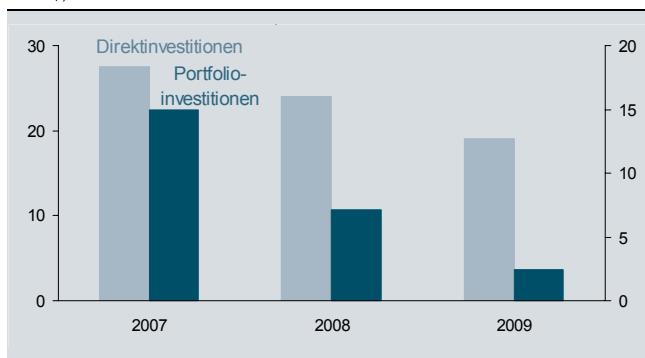
Der Außenbeitrag wird das Wachstum 2009 wahrscheinlich nicht schwächen, da Ex- und Importe gleichermaßen leicht schrumpfen werden. Investitionen und Konsum werden deutlich langsamer zunehmen, was das Wachstumstempo des BIP dann auf gut 2 % mehr als halbieren sollte. Die Wirtschaft wird sich 2010 voraussichtlich noch wenig beleben.

Finanzierbare Defizite in Staatshaushalt und Leistungsbilanz

Brasilien ist von einer Krise noch deutlich entfernt. Das Haushaltsdefizit dürfte sich 2009 nur marginal auf 2 % des BIP erhöhen und die Regierung möchte auch den Primärüberschuss (vor Zinszahlungen) im Budget von 4 % des BIP mit Ausgabenkürzungen verteidigen. Aus heutiger Sicht wird der Staat den Finanzsektor nicht mit großen Hilfen stützen müssen. Die Staatschulden sind überwiegend im Inland aufgenommen; gegenüber dem Ausland hat die Regierung sogar eine Netto-Gläubigerposition. Direktinvestitionen werden voraussichtlich weiter mehr als die Hälfte des Leistungsbilanzdefizits finanzieren, so dass der ausländische Finanzierungsbedarf überschaubar bleiben sollte. Als Notanker wird Brasilien bei weiter steigender Risikoaversion Hilfen des IWF in Anspruch nehmen können.

Hohe ausländische Investitionen sind rückläufig

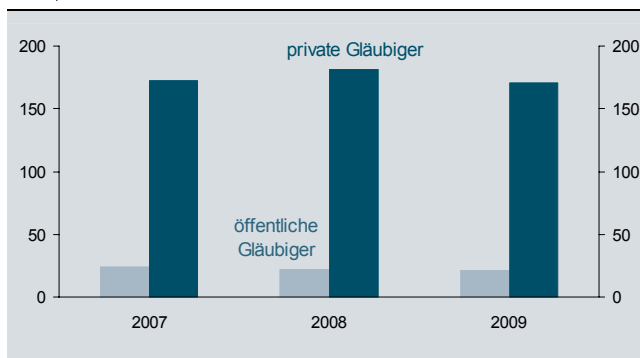
Mrd. \$, netto



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stabile Auslandsschulden (langfristig)

Mrd. \$



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4 Prognosen im Überblick

### 4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt real Veränderung gg. Vorjahr in %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2007	2008s	2009p	2010p	2007	2008s	2009p	2010p
<b>Euroland</b>	2,6	1,0	-0,5	1,0	2,1	3,3	1,5	2,4
Frankreich	2,1	0,9	-0,4	1,0	1,6	3,4	1,4	2,3
Italien	1,4	-0,4	-0,5	0,8	2,0	3,6	1,6	2,4
Spanien	3,7	1,3	-0,6	0,4	2,8	4,5	1,7	2,4
Deutschland*	2,6	1,3	-0,5	1,3	2,3	2,7	1,4	2,4
<b>Großbritannien</b>	3,1	0,8	-1,5	1,3	2,3	3,6	1,1	2,5
<b>Schweiz</b>	3,3	1,7	-0,4	1,1	0,7	2,5	0,7	1,1
<b>Polen</b>	6,7	5,0	2,7	3,5	2,6	4,3	3,3	2,9
<b>Ungarn</b>	1,3	1,1	-1,5	0,5	8,0	6,2	3,3	2,2
<b>Tschechien</b>	6,6	4,2	2,3	3,3	3,0	6,6	3,0	2,3
<b>Slowakei</b>	10,4	6,7	3,5	5,3	1,9	4,2	3,8	3,3
<b>Russland</b>	8,1	6,1	3,0	3,5	9,0	14,1	11,4	9,5
<b>Türkei</b>	4,6	3,0	1,7	3,4	8,7	10,6	10,5	7,0
<b>USA</b>	2,0	1,3	-0,9	1,8	2,9	3,9	0,4	3,3
<b>Kanada</b>	2,7	0,6	-0,2	1,6	2,1	2,4	1,0	2,1
<b>Japan</b>	2,1	0,3	-0,5	0,7	0,1	1,7	0,3	0,5
<b>Asien ohne Japan</b>	8,0	6,5	5,0	5,2	4,7	7,2	4,7	4,1
China	11,9	9,6	7,7	8,5	4,8	6,4	3,6	3,8
Indien	9,0	6,3	6,1	6,9	6,4	7,7	6,7	5,0
Südkorea	5,0	4,5	1,2	2,0	2,5	5,0	3,9	2,9
<b>Lateinamerika</b>	5,4	4,2	2,0	3,0	5,3	8,0	7,0	6,0
Brasilien	5,4	5,3	2,4	3,2	3,6	5,8	6,0	4,6

s=Schätzung, p=Prognose; \*Deutschland: arbeitstäglich bereinigt

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden

	Leistungsbilanzsaldo				Budgetsaldo			
	in % des BIP				in % des BIP			
	2007	2008s	2009p	2010p	2007	2008s	2009p	2010p
Euroland	0,4	-0,3	-0,1	0,0	-0,6	-1,5	-2,3	-2,5
Frankreich	-1,2	-1,5	-1,4	-1,2	-2,7	-3,0	-3,7	-3,9
Italien	-2,4	-2,6	-2,6	-2,5	-1,6	-2,6	-2,9	-2,9
Spanien	-10,1	-10,0	-9,0	-8,5	2,2	-1,8	-3,0	-3,5
Deutschland	7,5	7,2	7,3	7,5	-0,2	0,0	-1,0	-1,3
Großbritannien	-3,8	-2,2	-1,2	-1,5	-2,8	-5,0	-7,5	-7,0
Schweiz	13,4	7,5	10,0	11,0	2,0	0,8	-0,2	0,5
Polen	-4,7	-5,6	-5,0	-3,9	-2,0	-2,5	-2,5	-2,3
Ungarn	-4,9	-4,9	-3,6	-3,8	-5,0	-2,7	-2,6	-2,8
Tschechien	-1,8	-2,8	-3,2	-3,3	-1,0	-2,0	-2,3	-2,3
Slowakei	-5,3	-5,6	-4,0	-4,3	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8
Russland	6,1	6,0	0,1	0,5	5,4	2,5	0,0	0,5
Türkei	-5,7	-6,5	-4,5	-4,0	-1,6	-1,6	-2,5	-2,5
USA	-5,3	-4,7	-3,5	-3,8	-1,7	-3,7	-5,8	-4,8
Kanada	2,4	1,2	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,2
Japan	4,8	3,7	4,2	3,6	-2,4	-3,0	-3,0	-2,4
Asien ohne Japan	5,2	3,6	3,4	2,6	0,3	-0,8	-1,5	-0,9
China	10,7	10,5	9,2	7,3	0,6	0,2	-1,7	-1,5
Indien	-1,1	-3,2	-3,8	-3,9	-2,8	-4,3	-4,2	-3,9
Südkorea	0,6	-2,5	-0,3	-0,8	3,8	1,0	-1,2	-0,5
Lateinamerika	0,6	-0,5	-1,0	-0,5				
Brasilien	0,1	-1,8	-2,2	-2,0	-2,3	-1,5	-2,0	-2,0

s=Schätzung, p=Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.3 USA

		2007	2008s	2009p	2010p	2009p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
<b>BIP*</b>	% gg. Vj bzw. Vq JR	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
Konsumausgaben der priv. Haushalte*	% gg. Vj bzw. Vq JR	2,8	0,3	-2,0	0,9	-2,4	-0,8	-0,8	0,4
Konsumausgaben des Staates*	% gg. Vj.	2,1	2,9	3,0	2,4				
Anlageinvestitionen*	% gg. Vj.	3,9	1,7	-4,3	5,0				
Ausrüstungsinvestitionen*	% gg. Vj.	1,7	-1,1	-4,3	7,4				
Wohnungsbauinvestitionen*	% gg. Vj.	-17,9	-20,6	-7,8	3,1				
Exporte*	% gg. Vj.	8,4	7,6	-0,2	0,9				
Importe*	% gg. Vj.	2,2	-2,9	-3,5	5,5				
Haushaltssaldo (Federal) **	% am BIP	-1,8	-3,6	-5,6	-4,7				
Arbeitslosenquote	%	4,6	5,7	7,3	7,4				
Verbraucherpreisindex	% gg. Vj.	2,9	3,9	0,4	3,3	0,8	0,1	-1,1	1,6
ohne Nahrungsmittel und Energie	% gg. Vj.	2,3	2,3	1,7	1,1	2,0	1,9	1,4	1,4

s=Schätzung, p=Prognose \* real (in chained Dollars von 2000); \*\* ohne Finanzmarktstützungspakete

Quelle: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft /Research

## 4.4 Europa

### 4.4.1 Deutschland

		2007	2008s	2009p	2010p	2009p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
<b>BIP Deutschland</b>	% gg. Vj., real	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,4</b>				
Hessen	% gg. Vj., real	2,3	1,5	-0,8					
Thüringen	% gg. Vj., real	2,0	1,8	0,1					
<b>BIP Deutschland arbeitstätig ber.</b>	% gg. Vj., real	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
Konsumausgaben der priv. Haushalte	% gg. Vj., real	-0,4	0,0	0,2	1,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Konsumausgaben des Staates	% gg. Vj., real	2,2	2,5	1,5	1,0				
Anlageinvestitionen	% gg. Vj., real	4,3	3,6	-1,1	1,5				
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj., real	6,9	5,5	-3,0	2,0				
Bauinvestitionen	% gg. Vj., real	1,8	2,0	0,5	1,0				
Exporte	% gg. Vj., real	7,5	4,5	2,5	4,0				
Importe	% gg. Vj., real	5,0	5,0	2,5	3,5				
Handelsbilanzsaldo	Mrd. \$	195	195	200	220				
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	7,5	7,2	7,3	7,5				
Arbeitslosenquote	%	9,0	7,8	8,0	8,4	7,7	7,9	8,1	8,3
Preisindex für die Lebenshaltung aller privater Haushalte	% gg. Vj.	2,3	2,7	1,4	2,4	1,2	1,2	1,1	2,2
Saldo der öffentlichen Haushalte*	% des BIP	-0,2	0,0	-1,0	-1,3				

s=Schätzung, p=Prognose; BIP-Quartalswerte: Veränderung gg. Vorquartal \*ohne Finanzmarktstützungspakete

Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft /Research

## 4.4.2 Großbritannien

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Wirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg. Vj.	3,1	0,8	-1,5	1,3
Arbeitslosenrate	%	5,4	5,7	7,0	7,2
Budgetsaldo	% des BIP	-2,8	-5,0	-7,5	-7,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,3	3,6	1,1	2,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,8	-2,2	-1,2	-1,5
<b>Marktprognosen *</b>					
	<b>aktueller Stand **</b>	<b>Q1 2009p</b>	<b>Q2 2009p</b>	<b>Q3 2009p</b>	<b>Q4 2009p</b>
USD je GBP	1,53	1,61	1,59	1,56	1,54
GBP je EUR	0,84	0,84	0,82	0,80	0,78
BoE-Leitzins	3,00	1,50	1,00	1,00	1,00
Rendite 10-jähr. Gilts	3,79	3,40	3,60	3,90	4,20

s=Schätzung, p=Prognose

\* Periodenende; \*\* 26.11.2008

Quellen: Ecowin, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.3 Schweiz

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Wirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg. Vj.	3,3	1,7	-0,4	1,1
Arbeitslosenrate	%	2,8	2,6	3,3	3,5
Budgetsaldo	% des BIP	2,0	0,8	-0,2	0,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,7	2,5	0,7	1,1
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	13,4	7,5	10,0	11,0
<b>Marktprognosen *</b>					
	<b>aktueller Stand **</b>	<b>Q1 2009p</b>	<b>Q2 2009p</b>	<b>Q3 2009p</b>	<b>Q4 2009p</b>
CHF je USD	1,20	1,14	1,19	1,25	1,32
CHF je EUR	1,55	1,54	1,55	1,56	1,58
SNB-Leitzins (Mittelwert)	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50
Rendite 10-j. Staatsanleihen	2,22	2,00	2,10	2,30	2,50

s=Schätzung, p=Prognose

\* Periodenende; \*\* 26.11.2008

Quellen: Ecowin, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.4 Polen

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	6,7	5,0	2,7	3,5
BIP pro Kopf	\$	11.138	14.175	13.643	14.706
Bevölkerung	Mio.	38,1	38,1	38,1	38,1
Arbeitslosenrate	%	12,8	9,7	9,2	9,0
Budgetsaldo	% des BIP	-2,0	-2,5	-2,5	-2,3
Inflationsrate	%	2,6	4,3	3,3	2,9
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,7	-5,6	-5,0	-3,9
Auslandsschulden	% des BIP	42	44	42	41
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	43,3	64,3	60,4	63,6
Schuldendienst	Mrd. \$	34,5	46,4	61,0	52,7
" in % der Deviseneinnahmen	%	17,3	18,3	25,3	20,1
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	63,0	73,8	79,4	71,2
" in % der Importe	%	29	26	28	25
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	108,4	131,2	140,4	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	45,9	59,2	59,9	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IWF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.5 Ungarn

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	1,3	1,1	-1,5	0,5
BIP pro Kopf	\$	13.891	15.577	13.848	14.018
Bevölkerung	Mio.	10,0	9,9	9,9	9,9
Arbeitslosenrate	%	7,3	8,0	8,5	8,3
Budgetsaldo	% des BIP	-5,0	-2,7	-2,6	-2,8
Inflationsrate	%	8,0	6,2	3,3	2,2
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,9	-4,9	-3,6	-3,8
Auslandsschulden	% des BIP	100	103	98	86
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	15,7	16,1	14,2	14,2
Schuldendienst	Mrd. \$	39,5	44,7	46,2	43,4
" in % der Deviseneinnahmen	%	32,2	32,7	33,0	28,5
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	24,0	26,5	27,3	25,0
" in % der Importe	%	19	18	19	17
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	77,4	88,9	98,3	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	11,4	14,1	11,3	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IWF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.6 Tschechien

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	6,6	4,2	2,3	3,3
BIP pro Kopf	\$	17.108	21.634	20.568	21.569
Bevölkerung	Mio.	10,2	10,2	10,2	10,2
Arbeitslosenrate	%	6,6	5,5	6,0	5,8
Budgetsaldo	% des BIP	-1,0	-2,0	-2,3	-2,3
Inflationsrate	%	3,0	6,6	3,0	2,3
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,8	-2,8	-3,2	-3,3
Auslandsschulden	% des BIP	43	40	39	39
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	23,5	25,6	23,9	24,1
Schuldendienst	Mrd. \$	15,3	17,9	21,2	18,4
" in % der Deviseneinnahmen	%	10,2	9,8	11,0	8,6
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	34,5	37,6	37,7	36,0
" in % der Importe	%	22,5	19,9	19,9	19,0
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	35,5	57,4	61,0	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	21,3	24,8	28,6	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IWF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.7 Slowakei

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	10,4	6,7	3,5	5,3
BIP pro Kopf	\$	13.739	17.624	17.733	18.265
Bevölkerung	Mio.	5,5	5,5	5,5	5,5
Arbeitslosenrate	%	8,4	7,4	8,2	7,7
Budgetsaldo	% des BIP	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8
Inflationsrate	%	1,9	4,2	3,8	3,3
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-5,3	-5,6	-4,0	-4,3
Auslandsschulden	% des BIP	49	47	46	47
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	20,6	26,2	26,5	26,9
Schuldendienst	Mrd. \$	5,6	8,2	9,2	8,1
" in % der Deviseneinnahmen	%	8,2	8,9	9,4	7,6
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	18,0	19,0	18,9	...
" in % der Importe	%	24,7	19,4	19,3	...
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	22,0	24,6	27,6	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	4,5	3,9	4,7	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IWF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.8 Russland

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	8,1	6,1	3,0	3,5
BIP pro Kopf	\$	9.059	11.423	11.808	12.250
Bevölkerung	Mio.	142,3	141,8	141,4	141,0
Arbeitslosenrate	%	6,2	6,4	6,4	6,2
Budgetsaldo	% des BIP	5,4	2,5	0,0	0,5
Inflationsrate	%	9,0	14,1	11,4	9,5
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	6,1	6,0	0,1	0,5
Auslandsschulden	% des BIP	36	31	31	32
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	106,1	115,0	120,0	128,0
Schuldendienst	Mrd. \$	36,0	76,2	81,4	90,5
" in % der Deviseneinnahmen	%	8,0	13,1	14,8	14,4
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	465,9	498,1	554,5	542,1
" in % der Importe	%	125	103	114	112
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	184,6	196,2	208,2	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	232,3	224,4	223,4	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: BIZ, EIU, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4.9 Türkei

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	4,6	3,0	1,7	3,4
BIP pro Kopf	\$	9.205	10.195	8.726	10.764
Bevölkerung	Mio.	71,2	71,9	72,6	73,3
Arbeitslosenrate	%	9,9	7,9	7,7	7,3
Budgetsaldo	% des BIP	-1,6	-1,6	-2,5	-2,5
Inflationsrate	%	8,7	10,6	10,5	7,0
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-5,7	-6,5	-4,5	-4,0
Auslandsschulden	% des BIP	38	40	44	36
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	41,8	50,4	47,2	46,3
Schuldendienst	Mrd. \$	49,1	64,8	71,6	67,0
" in % der Deviseneinnahmen	%	32,0	34,9	41,4	35,8
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	73,4	76,6	75,8	76,7
" in % der Importe	%	38,5	32,3	31,9	32,3
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	137,0	148,9	153	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	61,1	68,6	68,5	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, IWF, BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research



## 4.5 Asien

### 4.5.1 Japan

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg. Vj.	2,0	0,3	-0,5	0,7
BIP pro Kopf	\$	34.335	39.743	43.732	44.941
Bevölkerung	Mio.	127,4	127,3	127,1	126,8
Arbeitslosenrate	%	3,8	4,2	4,7	4,8
Budgetsaldo	% des BIP	-2,4	-3,0	-3,0	-2,4
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,1	1,8	0,3	0,5
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	4,8	3,7	4,2	3,6
Auslandsguthaben	Mrd. \$, netto	2.195	...	...	...
Saldo Kapitaleinkommen	Mrd. \$	138,5	144,9	132,6	136,5
<b>Marktprognosen *</b>					
	<b>aktueller Stand **</b>	<b>Q1 2009p</b>	<b>Q2 2009p</b>	<b>Q3 2009p</b>	<b>Q4 2009p</b>
JPY je USD	96	95	102	106	113
JPY je EUR	123	123	130	132	135
BoJ-Leitzins	0,30	0,10	0,10	0,10	0,10
Rendite 10-jähr. JGB	1,39	1,10	1,20	1,30	1,50

s=Schätzung, p=Prognose

\* Periodenende; \*\* 26.11.2008

Quellen: EcoWin, IWF, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 4.5.2 China

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	11,9	9,6	7,7	8,5
BIP pro Kopf	\$	2.619	3.160	3.566	4.097
Bevölkerung	Mio.	1.321	1.329	1.335	1.341
Arbeitslosenrate	%	9,2	9,0	9,3	9,4
Budgetsaldo	% des BIP	0,6	0,2	-1,7	-1,5
Inflationsrate	%	4,8	6,4	2,9	3,5
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	10,7	10,5	9,2	7,3
Auslandsschulden	% des BIP	10	9	8	8
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	197,4	236,4	238,3	261,2
Schuldendienst	Mrd. \$	30,7	29,8	31,5	29,2
" in % der Deviseneinnahmen	%	2,1	1,7	1,7	1,5
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	1.530,3	1.684,3	1.808,8	1.905,6
" in % der Importe	%	140	123	132	139
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	188,8	220,8	234,4	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	281,9	250,5	193,4	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.5.3 Indien

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum*	% gg Vj	9,0	6,3	6,1	6,9
BIP pro Kopf*	\$	1.002	1.033	1.070	1.214
Bevölkerung	Mio.	1.129,9	1.148,0	1.166,1	1.184,1
Arbeitslosenrate	%	6,7	6,8	7,2	7,4
Budgetsaldo	% des BIP	-2,8	-4,3	-4,2	-3,9
Inflationsrate*	%	6,4	7,7	6,7	5,0
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,1	-3,2	-3,8	-3,9
Auslandsschulden	% des BIP	18	19	18	17
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	36,9	46,0	50,2	56,0
Schuldendienst	Mrd. \$	19,9	21,4	23,4	24,2
" in % der Deviseneinnahmen	%	6,9	6,4	6,9	6,2
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	267,0	299,7	302,9	...
" in % der Importe	%	89	81	82	...
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	121,6	139,8	142,6	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	49,5	41,2	39,3	...

s=Schätzung, p=Prognose \* Fiskaljahr (Beginn 1. April des jeweiligen Jahres)

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.5.4 Südkorea

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	5,0	4,5	1,2	2,0
BIP pro Kopf	\$	19.792	17.520	14.893	17.512
Bevölkerung	Mio.	49,0	49,2	49,4	49,5
Arbeitslosenrate	%	3,3	3,2	3,7	3,6
Budgetsaldo	% des BIP	3,8	1,0	-1,2	-0,5
Inflationsrate	%	2,5	5,0	3,9	2,9
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,6	-2,5	-0,3	-0,8
Auslandsschulden	% des BIP	39	47	55	48
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	160,3	171,1	155,8	162,5
Schuldendienst	Mrd. \$	25,0	29,2	29,8	27,0
" in % der Deviseneinnahmen	%	5,3	5,2	5,9	5,0
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	262,2	264,2	258,0	239,7
" in % der Importe	%	56	45	44	41
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	228,6	245,1	237,9	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	83,1	77,8	63,4	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, EcoWin, BIZ, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.6 Brasilien

		2007	2008s	2009p	2010p
<b>Binnenwirtschaft</b>					
Reales BIP-Wachstum	% gg Vj	5,4	5,3	2,4	3,2
BIP pro Kopf	\$	6.938	7.913	6.692	7.206
Bevölkerung	Mio.	189,3	191,9	194,4	196,8
Arbeitslosenrate	%	9,3	8,0	7,9	7,9
Budgetsaldo	% des BIP	-2,3	-1,5	-2,0	-2,0
Inflationsrate	%	3,6	5,8	6,0	4,6
<b>Außenwirtschaft</b>					
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,1	-1,8	-2,2	-2,0
Auslandsschulden	% des BIP	17	16	17	16
Kurzfristige Auslandsschulden	Mrd. \$	33,4	32,8	28,8	28,2
Schuldendienst	Mrd. \$	53,3	49,1	46,9	42,9
" in % der Deviseneinnahmen	%	26,5	19,5	21,9	18,4
<b>Liquiditätsposition</b>					
Währungsreserven	Mrd. \$	179,4	194,2	199,8	205,5
" in % der Importe	%	90	69	71	73
Schulden bei BIZ-Banken	Mrd. \$	157,6	167,8	188,4	...
Guthaben bei BIZ-Banken	Mrd. \$	67,0	61,5	69,5	...

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research



## Das Research-Team der Helaba

Aufgabenbereich	Ansprechpartner	Telefon
Chefvolkswirt / Leitung Research	Dr. Gertrud R. Traud	069-9132-2665
Sekretariat	Tina Eidam	069-9132-2024
Aktienmärkte	Markus Reinwand	069-9132-4723
Technische Analyse (Aktien)	Christian Schmidt	069-9132-2388
Rentenmärkte	Claudia Windt	069-9132-2500
	Ulf Krauss	069-9132-4728
Devisenmärkte	Christian Apelt	069-9132-4726
FloorResearch (Devisen und Renten)	Ralf Umlauf	069-9132-1891
	Ulrich Wortberg	069-9132-1891
Rohstoffe	Heinrich Peters	069-9132-4733
Credit Research	Thomas Hövelmann	069-9132-1891
Asset Allocation	Heinrich Peters	069-9132-4733
Unternehmensanalyse/-bewertung	Stefan Rausch	069-9132-4748
	Alexander Rasch	069-9132-4751
	Erhard Schmitt	069-9132-4755
Branchen	Dr. Stefan Mütze	069-9132-3850
Deutschland	Dr. Stefan Mütze	069-9132-3850
Eurozone	Dr. Stefan Mütze	069-9132-3850
	Ulf Krauss	069-9132-4728
USA	Patrick Franke	069-9132-4738
	Christian Apelt	069-9132-4726
Großbritannien	Christian Apelt	069-9132-4726
Osteuropa	Marion Dezenter	069-9132-2841
Asien	Ulrike Bischoff	069-9132-5256
Emerging Markets	Ulrich Rathfelder	069-9132-2032
Länderrating	Ulrich Rathfelder	069-9132-2032
Öffentliche Haushalte	Barbara Bahadori	069-9132-2446
Regionalanalyse	Barbara Bahadori	069-9132-2446
Finanzplatz Frankfurt	Ulrike Bischoff	069-9132-52 56
<i>Fax</i>		<i>069-9132-2244</i>
<i>E-Mail</i>		<i>research@helaba.de</i>

## Notizen

## Adressen Landesbank Hessen-Thüringen

### Hauptsitze

#### Frankfurt am Main

MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/91 32-01  
Telefax 0 69/29 15 17

#### Erfurt

Bonifaciusstraße 16  
99084 Erfurt  
Telefon 03 61/2 17-71 00  
Telefax 03 61/2 17-71 01

### Niederlassungen

#### Kassel

Ständeplatz 17  
34117 Kassel  
Telefon 05 61/7 06-60  
Telefax 05 61/7 06-8 65 72

#### Dublin

PO Box 3137  
5 George's Dock  
IFSC  
IRL-Dublin 1  
Telefon +35 31/6 46 09 02  
Telefax +35 31/6 46 09 99

#### London

3rd Floor  
95 Queen Victoria Street  
GB-London EC4V 4HN  
Telefon +44 20/73 34-45 00  
Telefax +44 20/74 89-03 76

#### New York

420, Fifth Avenue  
USA-New York, N.Y. 10018  
Telefon +12 12/7 03-52 00  
Telefax +12 12/7 03-52 56

### Repräsentanzen

#### Madrid

(für Spanien und Portugal)  
General Castaños, 4  
Bajo Dcha.  
E-28004 Madrid  
Telefon +34 91/39 11-0 04  
Telefax +34 91/39 11-1 32

#### Moskau

Naberezhnaya Tarasa  
Shevchenko 23A  
Sektor B, 20th Floor  
121151 Moskau  
Telefon +7 495 730-08-01  
Telefax +7 495 730-08-02

#### Paris

40, rue La Pérouse  
F-75116 Paris  
Telefon +33 1/40 67-77 22  
Telefax +33 1/40 67-91 53

#### Shanghai

German Centre, 88  
Keyvan Road, Pudong  
Shanghai 201203  
Telefon +86 21 68 88 06 57  
Telefax +86 21 28 98 60 11

### Teilrechtsfähige Anstalt

#### LTH – Bank für Infrastruktur

Strahlenbergerstraße 11  
63067 Offenbach am Main  
Telefon 0 69/91 32-01  
Telefax 0 69/91 32-24 83

### Auswahl der Beteiligungs- und Tochtergesellschaften

#### Frankfurter Sparkasse

Neue Mainzer Straße 47-53  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/26 41-0  
Telefax 0 69/26 41-29 00

#### 1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH

Borsigallee 19  
60388 Frankfurt am Main  
info@1822direkt.com  
Telefon 0 69/9 41 70-0  
Telefax 0 69/9 41 70-71 99

#### Frankfurter

#### Bankgesellschaft AG

JUNGHOF  
Junghofstraße 26  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/1 56 86-0  
Telefax 0 69/1 56 86-1 40

#### Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH  
JUNGHOF  
Junghofstraße 24  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/2 99 70-0  
Telefax 0 69/2 99 70-6 30

#### Helaba Trust

Beratungs- und  
Management-Gesellschaft mbH  
JUNGHOF  
Junghofstraße 24  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/2 99 70-0  
Telefax 0 69/2 99 70-1 94

#### HANNOVER LEASING GmbH & Co. KG

Wolfratshäuser Straße 49  
82049 Pullach  
Telefon 0 89/2 11 04-0  
Telefax 0 89/2 11 04-2 10

**Auswahl der Beteiligungs-  
und Tochtergesellschaften**

**GWH**

Gemeinnützige  
Wohnungsgesellschaft mbH  
Hessen  
Westerbachstraße 33  
60489 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/9 75 51-0  
Telefax 0 69/9 75 51-1 50

**OFB Projektentwicklung  
GmbH**

Myliusstraße 33-37  
60323 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/9 17 32-01  
Telefax 0 69/9 17 32-7 07

**LB Immobilienbewertungs-  
gesellschaft mbH**

MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/9 20 34-57 00  
Telefax 0 69/9 20 34-50 58

**LB Immo Invest GmbH**

Mönckebergstraße 11  
20095 Hamburg  
Telefon 0 40/3 03 77-44 00  
Telefax 0 40/3 03 77-44 17

**GGM**

Gesellschaft für Gebäude-  
Management mbH  
Neue Rothofstraße 12  
60313 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/77 01 97-0  
Telefax 0 69/77 01 97-77

**Auswahl der Beteiligungs-  
und Tochtergesellschaften**

**Helaba Dublin**

Landesbank Hessen-Thüringen  
International  
PO Box 3137  
5 George's Dock  
IFSC  
IRL-Dublin 1  
Telefon +35 31/6 46 09 00  
Telefax +35 31/6 46 09 99

**Helaba**

**International Finance plc**  
PO Box 3137  
5 George's Dock  
IFSC  
IRL-Dublin 1  
Telefon +35 31/6 46 09 01  
Telefax +35 31/6 46 09 99

**LB(Swiss) Privatbank AG**

Börsenstraße 16  
CH-8022 Zürich  
Telefon +41 44/2 65 44-44  
Telefax +41 44/2 65 44-11

**Banque LBLux S.A.**

3, rue Jean Monnet  
L-2180 Luxemburg  
Telefon +35 2 42/4 34-1  
Telefax +35 2 42/4 34-50 99

**Investitionsbank Hessen  
(IBH)**

Schumannstraße 4-6  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/13 38 50-0  
Telefax 0 69/13 38 50-50

**Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen**

MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/91 32-20 24  
Telefax 0 69/91 32-22 44

Bonifaciusstraße 16  
99084 Erfurt  
Telefon 03 61/2 17-71 00  
Telefax 03 61/2 17-71 01

[www.helaba.de](http://www.helaba.de)